Commission des valeurs
Mobilières du Québec

DANS L'AFFAIRE DE LA RESTRUCTURATION DES BOURSES CANADIENNES

DÉCISION N° 1999-C-0241

Étaient présents pour la Commission :

Me **Jean Martel**, Président

M. **Viateur Gagnon**, Vice-président

Me **Guy Lemoine**, Vice-président

Me **Mark Rosenstein**, Membre

Me **Claire Richer**, Membre

M. **Jean-Marie Gagnon**, Membre

Le 25 mars 1999, la Commission a été saisie d'un projet de restructuration des marchés boursiers canadiens (le « **Projet** »). Ce Projet a été initié par la conclusion d'un protocole d'entente (l' « **Entente** »), intervenu le 15 mars 1999 entre la Bourse de Montréal, The Alberta Stock Exchange (la « **Bourse de l'Alberta** »), la Bourse de Toronto et le Vancouver Stock Exchange (la « **Bourse de Vancouver** ») (collectivement, les « **Bourses** »)[1].

L'examen préliminaire de l'Entente par la Commission, dans l'application des articles 171, 177, 180, 181 et 186 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chapitre V-1.1, ci-après la « **Loi** »), lui a suggéré d'instituer la présente instance dans le but de déterminer s'il était opportun de permettre la mise en œuvre du Projet par la Bourse de Montréal.

---

[1] Selon le contexte, cette expression vise également la société qui doit être issue de la fusion envisagée entre la Bourse de l'Alberta et la Bourse de Vancouver. Nous nous référerons ci-après à cette société sous l'appellation de « **Bourse de développement** ».

1. L'ENTENTE

L'Entente définit un cadre d'action en fonction duquel les Bourses entendent restructurer leurs activités pour répondre à certaines considérations stratégiques. Elle vise :

- à accroître l'efficience des infrastructures de négociation et de services des Bourses, à créer de nouvelles opportunités pour le marché canadien des valeurs mobilières et à améliorer la position concurrentielle de l'industrie dans un contexte de globalisation des marchés et de développement technologique;

- à diminuer la fragmentation du marché organisé des valeurs mobilières au Canada en éliminant la duplication de services, à réduire les coûts d'opération des Bourses et à optimiser la pertinence de leurs activités par la spécialisation;

- à permettre aux Bourses, en capitalisant sur leurs forces, de mieux répondre aux besoins de leurs différentes clientèles.

À cette fin, les signataires de l'Entente s'engagent à faire en sorte qu'au cours du premier trimestre de l'an 2000, leurs infrastructures de négociation et de services soient entièrement recentrées sur les créneaux de marché où elles excellent le plus. Les Bourses, qui spécialiseraient ainsi leurs activités, se promettent mutuellement l'exclusivité de cette exploitation respective pour une période minimale de 10 ans. Ainsi:

- la Bourse de Montréal se concentrerait sur le marché des produits dérivés[2], i.e. les options et contrats à terme de tous types, notamment ceux sur unités de participation sur indices boursiers ;

- la Bourse de Toronto opterait pour le marché des titres de capital « **seniors** »; elle offrirait notamment des services de négociation d'actions, de droits, de débentures convertibles et d'unités de participations sur indices boursiers;

- quant à la Bourse de l'Alberta et la Bourse de Vancouver, qui fusionneraient pour former un nouveau marché auquel nous référerons ci-après sous

---

[2] Par l'expression « produit dérivé », aux fins de l'exercice de spécialisation prévu au Projet, les Bourses entendent tous les produits dérivés faisant l'objet d'opérations compensées dans la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (voir infra, note 6).

l'appellation de « **Bourse de développement** », son domaine de spécialisation serait le marché des titres « **juniors**» [3].

Par l'Entente, les Bourses s'engagent à coopérer sur une base continue afin d'offrir aux émetteurs une qualité de service égale à celle qui leur est offerte actuellement, tout en réduisant la duplication de leurs infrastructures. Elles conviennent que les courtiers membres d'une Bourse[4] auraient accès aux mécanismes de négociation des autres Bourses sur une base non discriminatoire. Chaque Bourse continuerait pour un certain temps à jouer un rôle d'autoréglementation à l'égard de ses propres membres et à l'égard des membres des autres Bourses.

L'Entente est assujettie à la réalisation de certaines conditions mentionnées à l'article 6. Ainsi, les Bourses devront être satisfaites que la rationalisation des activités des Bourses de Vancouver et de l'Alberta – qui débouchera éventuellement sur la fusion dont sera issue la Bourse de développement – s'effectuera telle que prévue. De même, préalablement à toute exécution, les modifications législatives nécessaires à la mise en œuvre du Projet devront avoir été adoptées et les consentements, approbations et autorisations qui pourraient être requis, incluant ceux des régulateurs en valeurs mobilières et des autres autorités de réglementation compétentes, devront avoir été obtenus.

Certains transferts de fonds et d'actif sont prévus entre les Bourses, aux termes des articles 7 et 8 de l'Entente et de son annexe A. Sur une période de trois ans, la Bourse de Montréal obtiendrait une somme totale de 28 millions $[5]. Une première tranche de 21 millions $ lui proviendrait de la Bourse de Toronto, et une deuxième de 7 millions $ à parts égales des Bourses de l'Alberta et de Vancouver.

La Bourse de Toronto transférerait son système OM de négociation électronique de produits dérivés à la Bourse de Montréal, à laquelle elle fournirait l'aide nécessaire à l'intégration de ce système. Cette dernière obtiendrait cession des actions de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés détenues par la Bourse de Toronto, en échange des actions qu'elle détient dans la Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée[6]. La propriété du Canadian Dealing Network (« **CDN** ») serait

---

[3] La Bourse de Toronto et la Bourse de développement établiraient conjointement des normes d'inscription distinctes applicables aux titres senior et junior. Ces normes détermineraient les critères permettant de départager les actions des émetteurs à grande capitalisation (seniors), qui doivent se négocier à la Bourse de Toronto, et les actions des émetteurs à petite et moyenne capitalisation (juniors), qui doivent se négocier à la Bourse de développement.

[4] À ce sujet, les Bourses réfèrent vraisemblablement à ceux qui ont qualité de membres à la date de prise d'effet de l'Entente.

[5] La Bourse de Montréal a déjà obtenu un premier versement de 10 millions $ de la Bourse de Toronto et de 1.75 million $ de chacune des Bourses de l'Alberta et de Vancouver, conformément aux dispositions de l'article 1.3 de l'annexe A de l'Entente. Si les conditions préalables à la mise à exécution de l'Entente ne sont pas remplies, ces sommes seront remboursées avec intérêts, aux termes de l'article 9.3.

[6] La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (**CCDC**) est l'organisme de compensation et de règlement d'opérations sur produits dérivés au Canada. La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (**CCDV**) joue un rôle équivalent pour les actions, les obligations gouvernementales et les instruments de marché monétaire. Leur actionnariat respectif comprend

transférée de la Bourse de Toronto aux Bourses de l'Alberta et de Vancouver ou le cas échéant, à la Bourse de développement[7]. La Bourse de Toronto s'engage par ailleurs à déployer ses meilleurs efforts pour amener le Toronto Futures Exchange (« **TFE** »)[8] à souscrire aux objectifs poursuivis par l'Entente et à collaborer pleinement à sa mise en œuvre.

Enfin, l'Entente prévoit la conclusion future d'ententes accessoires qui généralement, viseraient à mettre en œuvre ses différents volets[9]. Ces ententes seraient conclues au besoin, lorsque les parties signataires jugent utile de disposer de conventions plus détaillées. Un comité directeur composé des présidents de chaque Bourse nommera les employés requis pour travailler ensemble à leur élaboration[10]. Tout comme l'Entente cadre, elles auront un terme de 10 ans, sauf convention contraire[11].

Bien que la nature et le nombre d'ententes accessoires ne soient pas déterminés précisément, certaines sont déjà prévues à l'Entente afin de régir les questions suivantes :

- la rationalisation des activités des Bourses de l'Alberta et de Vancouver[12];
- l'élimination de la duplication des coûts imposés aux émetteurs inscrits et le transfert ordonné des inscriptions d'une Bourse à l'autre en fonction de leur spécialisation; cette entente devrait également régir la gestion des inscriptions ainsi que toute autre activité nécessaire à l'exécution de l'Entente;

- la création par la Bourse de Montréal de nouveaux produits dérivés et l'adoption de règles de négociation sur certains titres sous-jacents;

---

notamment les Bourses concernées par la présente décision.

[7] Le CDN est une filiale de la Bourse de Toronto. Il opère et réglemente les opérations du marché connu sous le nom de Canadian Over-the-Counter Automated Trading System (« **COATS** »). Il s'agit d'un système de cotation qui sert également à rapporter les transactions portant sur certaines actions négociées hors bourse. En 1997, on y a fait état d'opérations dont la valeur globale s'élevait à 12,6 milliards $.

[8] Le TFE est une société sans but lucratif et sans capital-actions qui est juridiquement séparée, mais qui est étroitement reliée à la Bourse de Toronto. Cette dernière en nomme le président et en élit trois des administrateurs. Le TFE opère le marché sur lequel se transigent deux contrats à terme basés sur les indices boursiers de la Bourse de Toronto, le TSE 35 et le TSE 100. Cette dernière s'est engagée à faire de son mieux pour convaincre le TFE de s'assujettir à l'Entente qui, conformément aux objectifs de spécialisation de ses Bourses signataires, occasionnerait le transfert à la Bourse de Montréal de toutes les activités actuellement poursuivies par le TFE dans le domaine des contrats à terme.

[9] En cours d'instance, les Bourses ont d'ailleurs soumis à la Commission deux *projets* d'ententes accessoires en date du 1er juin 1999 (des «**ententes de services** ») (Services Agreements), visant à encadrer l'opération temporaire, par la Bourse de Montréal, des bureaux régionaux que les Bourses de développement et de Toronto se proposent d'établir à Montréal.

[10] Arts 1.6 et 16 de l'Entente.

[11] Art. 17 de l'Entente.

[12] Cette rationalisation devrait s'effectuer par la fusion de ces Bourses, pour donner naissance à la Bourse de développement.

- la coopération continue entre les Bourses, afin de fournir un service d'une qualité équivalente à ce qui est le cas actuellement, et de minimiser les coûts en réduisant la duplication de leurs infrastructures;

- l'établissement de bureaux régionaux, dont des bureaux régionaux à Montréal de la Bourse de Toronto et de la Bourse de développement (les « **Bureaux régionaux** »);

- l'accès, par les maisons de courtage présentement membres d'une Bourse, aux mécanismes de négociation des autres Bourses sur une base non discriminatoire.

À ce jour, le principe de l'Entente a été approuvé par le Conseil des gouverneurs de chaque Bourse et dans le cas de celles de Montréal et de Toronto, par l'assemblée de leurs membres[13].

2. SITUATION RÉCENTE DES BOURSES

Avant d'examiner les différentes questions soulevées par le présent dossier, il convient de décrire brièvement la situation récente des quatre Bourses parties au Projet de restructuration[14].

La Bourse de Montréal est une société sans capital-actions et à but non lucratif constituée en vertu d'une loi spéciale du Québec[15]. C'est une bourse diversifiée[16] qui est reconnue par la Commission à titre d'organisme d'autoréglementation (« **OAR** »), aux termes de l'article 169 de la Loi[17]. Ses affaires sont conduites par un Bureau de 18

---

[13] Ces votes favorables ont été pris le 10 juin 1999 par les membres de la Bourse de Toronto et le 22 juin 1999 par les membres de la Bourse de Montréal. Ceux des Bourses de l'Alberta et de Vancouver se prononceront tant sur le Projet que sur la fusion de leurs entreprises à l'automne 1999.

[14] Pour les fins de la discussion, nous nous inspirons des données apparaissant aux derniers rapports annuels des Bourses pour l'exercice 1998, qui sont accessibles au public et qui suffisent à éclairer notre prise de décision.

[15] *Charte de la Bourse de Montréal*, S.Q. 1873-74, chapitre 54, et amendements.

[16] Au 31 décembre 1998, 579 sociétés émettrices avaient inscrits 820 catégories d'**actions** et de titres de capital à la cote de la Bourse de Montréal, les sociétés émettrices pouvant être globalement regroupées comme suit: i) les sociétés industrielles, généralement des entreprises à moyenne et grande capitalisation et dont les titres, en 1998, ont fait l'objet d'opérations d'une valeur de 51 061 millions $; ii) les sociétés minières et pétrolières, généralement des entreprises à petite et moyenne capitalisation, dont les titres ont été négociés à hauteur de 4 400 millions $ pour la même année; iii) les entreprises de ressources à petite capitalisation, dont les titres ont fait l'objet d'opérations pour une valeur de 187 millions $. Elle offre aussi à la négociation des contrats à terme et des options sur actions : voir la Note 43.

[17] Voir les décisions de notre Commission numéro 6857, du 6 juin 1983, concernant la *Reconnaissance de la Bourse de Montréal à titre d'organisme d'autoréglementation*, et numéro 7065, du 30 mars 1983, concernant la *Délégation de pouvoirs à la Bourse de Montréal*.

gouverneurs[18]. Elle compte 84 firmes membres[19] qui pour la plupart, sont également membres d'une ou plusieurs autres Bourses.

La Bourse de Toronto est partie à l'Entente tant personnellement qu'au nom de CDN. Elle est aussi, pour encore un certain temps[20], une organisation à but non lucratif sans capital-actions, incorporée en vertu des lois d'Ontario. Elle est dirigée par un Conseil de 12 gouverneurs et compte 98 firmes membres. Différents produits financiers[21] sont négociés sur son marché.

La Bourse de Vancouver a été constituée par le *Vancouver Stock Exchange Act*, une loi spéciale adoptée en 1907 par la législature de la Colombie-Britannique. C'est une corporation sans capital-actions et sans but lucratif qui est reconnue comme OAR dans cette province. Elle compte 55 firmes de courtage membres et opère un marché spécialisé dans la négociation d'actions de petites et moyennes entreprises. Plusieurs des 1384 entreprises qui y ont inscrits leurs actions sont des sociétés d'exploration minières ou des sociétés en émergence.

La Bourse de l'Alberta est également une société sans but lucratif créée en vertu des lois de cette province. Elle compte 53 firmes membres et s'est spécialisée dans l'organisation d'un marché de capital de risque. Ce marché se caractérise par l'inscription à sa cote, depuis 1986, des actions de « Junior Capital Pool Companies », sociétés recueillant des fonds du public en vue de leur utilisation éventuelle comme capital de démarrage. Ses activités se sont naturellement orientées sur le secteur des entreprises pétrolières, gazières et minières. À la fin de l'exercice 1998, 1035 entreprises maintenaient leurs titres à sa cote.

3. LES CONSULTATIONS PRÉALABLES

Le Projet qui nous a été soumis se propose de restructurer en profondeur l'organisation des marchés de valeurs mobilières au Canada. Il interpelle l'ensemble des infrastructures qui en supportent le fonctionnement, leurs participants et usagers, les régulateurs ainsi que les gouvernements.

La Commission ouvre ici une parenthèse pour souligner qu'elle est consciente du fait que la réorganisation complète des marchés de valeurs au Canada et surtout, la

---

[18] Art. 3 de la *Charte de la Bourse de Montréal*, préc. ; *Règlement Deux* de la Bourse de Montréal, art. 2103.

[19] Ses principaux membres, en termes de capitalisation, sont des filiales de banques canadiennes.

[20] Le principe de sa démutualisation et de sa transformation en société commerciale à capital-actions a en effet été adopté par ses membres le 10 juin 1999.

[21] 1433 sociétés ont des **actions** et autres titres de capital inscrits à la cote de la Bourse de Toronto. On y transige 90 % des actions du marché canadien. Cependant, seulement 42 % des transactions qui y sont rapportées sont effectivement négociées par son entremise, alors que les autres 58 % proviennent du marché interne de ses membres. La Bourse de Toronto dirige le plus important marché d'**options sur actions** au Canada. On y transige également des « **LEAPS** » (Long Term Equity Anticipation Securities).

fermeture d'infrastructures de négociation d'actions opérées au Québec depuis 125 ans, puissent soulever de légitimes appréhensions au Québec.

Il faut également reconnaître qu'à maints égards, ces opérations projetées sont susceptibles de susciter une réflexion de la Commission en marge de la politique économique de l'État. Puisque cette réflexion peut en certains cas déborder le cadre de son mandat d'administrateur de la Loi, on comprend qu'au-delà de la présente décision, le ministre responsable de l'application de la Loi ait requis un avis complémentaire de la Commission avant de formuler ses propres recommandations au gouvernement[22].

Compte tenu de l'importance exceptionnelle des questions d'opportunité que soulève le Projet, la Commission a d'abord lancé, le 9 avril 1999, un processus de consultation publique en publiant un avis à cet effet[23]. Elle a également invité expressément ses différentes clientèles, ainsi que les sociétés dont les actions sont inscrites à la Bourse de Montréal, à lui faire part de leurs commentaires et suggestions. En tout, plus de 1000 lettres d'invitation ont été ainsi acheminées aux intervenants.

Ces mesures nous ont valu la production d'une cinquantaine de mémoires. La liste des intervenants est jointe à la présente comme Annexe I.

La Commission a également tenu des audiences publiques les 3, 4 et 7 juin 1999. Des intervenants additionnels et des experts nationaux et internationaux y ont été entendus. Elles ont permis à plusieurs regroupements et leaders d'opinion[24] d'apporter une contribution plus ciblée aux travaux de la Commission relativement à la présente affaire.

C'est donc sur la base d'une somme considérable de données et de points de vue que la Commission peut maintenant, d'une part, asseoir sa position concernant l'Entente et le Projet et d'autre part, énoncer certaines lignes directrices qui devraient caractériser son approche future à cet égard.

Mais avant, il importe de tracer un bref bilan de ce que nous croyons devoir retenir des représentations reçues dans le cadre :

- de l'argumentation stratégique des Bourses ; et
- des consultations et audiences publiques.

---

[22] Le 15 mars 1999, le Vice-premier ministre et ministre d'État de l'Économie et des Finances du Québec, Monsieur Bernard Landry, rendait public le fait que sous l'autorité de l'article 276.3 de la Loi, il avait demandé à la Commission un avis formel relativement à la présente affaire.

[23] *Bulletin de la CVMQ*, 1999-04-09, aux pp. 4 et ss.

[24] La liste des présentateurs entendus par la Commission à l'occasion de ces audiences publiques apparaît à l'Annexe II de la présente décision.

4. LES POSITIONS EN PRÉSENCE

4.1 L'argumentaire stratégique des Bourses

Les Bourses ont présenté un argumentaire conjoint à la Commission lors des audiences publiques.

Pour elles, le Projet de restructuration s'inscrit dans le contexte de la mondialisation des marchés de valeurs, qui oblige les infrastructures de négociation à revoir leur position concurrentielle, à démontrer encore plus d'efficacité face à leurs compétiteurs, à réduire leurs coûts de transaction et à aligner leurs produits et services sur les besoins du nouvel investisseur.

Le phénomène d'institutionnalisation de l'épargne, qui a pris une extraordinaire ampleur depuis le début de la décennie, a eu pour effet de concentrer les ressources entre les mains d'un nombre restreint d'investisseurs institutionnels qui, de par la taille énorme des portefeuilles dorénavant placés sous leur gestion, sont devenus capables d'exercer une forte influence sur la stratégie de fonctionnement des marchés organisés. Ils sont maintenant les principaux acteurs des places boursières[25].

Pour répondre à leurs besoins, les bourses doivent nécessairement offrir un marché de plus en plus liquide et qui soit capable d'absorber, sans fluctuation adverse des prix, les transactions de blocs de titres importants qui caractérisent la gestion des grands portefeuilles. Si les bourses n'y parviennent pas, les investisseurs institutionnels déplacent tout simplement leurs opérations vers d'autres marchés, qu'ils soient boursiers, privés ou même affiliés à l'investisseur[26], afin de pouvoir y trouver la liquidité recherchée et des méthodes plus efficientes d'exécution d'ordres. Ces mouvements sont d'ailleurs encouragés par les besoins de diversification globale de leur actif sous gestion.

Les systèmes alternatifs de transactions (« **SAT** »), notamment, permettent aux investisseurs institutionnels de négocier presque directement sur un ou plusieurs marchés[27]. De même, il leur est loisible d'acheminer leurs ordres importants à leur courtier, qui les traite alors dans un marché internalisé d'appariement d'ordres d'achat et de vente (« **marché interne** »), dont on dit qu'il opère «à l'étage» (upstairs market)

---

[25] Témoignage de M. Robert Schwartz devant la Commission, 4 juin 1999, transcriptions, p. 175.

[26] Certaines de ces institutions, devenues gestionnaires d'un actif gigantesque (on nous a cité le cas du groupe Fidelity Investment, dont les actifs sous gestion dépassent les 850 milliards $ É-U.) se sont créé des marchés internes dotés de systèmes très performants, qui leur permettent de négocier parmi leurs propres portefeuilles, d'économiser sur les coûts de transaction et d'intermédiation, de réduire la nécessité de s'adresser à des marchés non suffisamment liquides et bien sûr, d'éviter de révéler leur stratégie comme preneur de position dans les marchés.

[27] Généralement, ils y parviennent en passant par le « filtre » d'un membre de ces marchés, qui opère le SAT.

et qui met régulièrement à contribution les propres inventaires de titres du courtier. Pour les ordres plus importants, ce dernier intervient graduellement sur le marché pour ne pas influencer les prix, et peut même faire entrer en jeu le marché interne d'un ou plusieurs autres intermédiaires, ou encore des SAT qui se spécialisent dans la dissémination de ces ordres dans les marchés.

L'évolution technologique fulgurante qui favorise cette concurrence entre les bourses traditionnelles, les SAT et les marchés internes des intermédiaires contribue aussi à la résurgence des interventions d'investisseurs individuels. Au cours des trois dernières années, ces derniers ont pris une part grandissante et de plus en plus directe à l'activité des marchés, en utilisant une technologie simplifiée et peu coûteuse développée à leur intention, qui leur procure entre autres un accès aux courtiers à escompte opérant sur l'Internet.

Ces tendances – institutionnalisation et quasi-désintermédiation de la fonction d'investissement – se conjuguent pour ajouter aux pressions concurrentielles sur les marchés organisés traditionnels. Elles les incitent à remettre en cause leurs structures et modes de fonctionnement[28] et à réduire leurs coûts[29].

La Bourse de Montréal a réagi à ces forces en se donnant certains objectifs qu'elle se propose de poursuivre par la spécialisation prévue à l'Entente :

- protéger les acquis sur les contrats à terme sur taux d'intérêt et les faire progresser;
- consolider le marché canadien des options sur actions;
- générer une masse critique de transactions sur les options et contrats à terme sur titres et indices bousiers;
- développer et mettre en marché de nouveaux produits en temps opportun et sur une base continue.

---

[28] Qu'il s'agisse de l'Europe, de l'Asie ou des États-Unis, on assiste à l'établissement de toutes sortes d'alliances, d'accords de réseaux, de regroupements, voire de fusions de marchés. Partout on cherche à capitaliser sur la technologie pour améliorer le service aux clientèles et assurer un accès plus facile, à toute heure, et quel que soit l'endroit du monde d'où origine l'ordre à exécuter. Pour disposer du capital souvent énorme que commandent ces stratégies, certaines bourses se démutualisent et se transforment en sociétés commerciales par actions.

[29] En réalité, les bourses traditionnelles présentent encore des avantages sur lesquels miser : la rapidité d'exécution, l'efficacité de leurs systèmes de négociation et de règlement, l'environnement réglementé rassurant où elles évoluent et la profondeur de leurs mécanismes de découverte de prix et de liquidité. Toutefois, la discipline dictée par la compétition commande que chaque marché traditionnel puisse diminuer les coûts des transactions qui y sont menées, en transférant aux participants et usagers de son marché les gains d'efficacité issus de la diminution de ses propres coûts d'opération.

Pour ce faire, la Bourse de Montréal a insisté sur la nécessité d'implanter un système de négociation de calibre mondial, tant sous l'angle de l'accessibilité que de la convivialité. Elle axerait ses efforts de développement non seulement sur le service à la clientèle actuelle des gestionnaires de portefeuille, mais aussi sur le développement local d'experts en mathématique financière et autres disciplines universitaires connexes. Un plan de marketing agressif lui permettrait, estime-t-elle, d'encourager une plus grande utilisation des produits dérivés par les intervenants, catalysant par le fait même ce développement.

La Bourse de Toronto, pour sa part, voit dans la restructuration proposée une façon de répondre aux phénomènes sectoriels qui minent les marchés de valeurs mobilières du pays, en améliorant la position concurrentielle de chaque Bourse dans le créneau d'affaires où elle a démontré sa meilleure performance. Elle est d'avis que les marchés canadiens, qui ne représentent que 2 % de la capitalisation boursière mondiale, sont d'une envergure trop modeste pour supporter l'inter-inscription d'un même titre sur plusieurs Bourses et aspirer en même temps à la compétitivité internationale[30].

Le Projet de spécialisation constituerait une réponse à cette concurrence externe qui interpelle les Bourses, et plus particulièrement à celle des marchés traditionnels américains[31] et des SAT.

De plus, il répondrait au problème des coûts d'opération croissants, en partie attribuables aux duplications ou dédoublements constatés entre les différentes Bourses[32]. Les coûts excédentaires qui en résultent, de même que les déficits d'opération dans les domaines où la performance des Bourses est limitée, sont actuellement absorbés par les surplus d'opération dans les domaines profitables. Or, ces résultats démontrent que chaque Bourse possède une spécialité où elle surpasse les autres, et c'est sans doute pourquoi les Bourses ont décidé de répondre à ces inefficacités par la spécialisation.

La mise à exécution de cette stratégie améliorerait la qualité du service aux émetteurs[33]. Les investisseurs, qui ne transigeraient que sur un seul marché de titres

---

[30] À la fin de 1997, les marchés américains représentaient en comparaison 48 % de la capitalisation boursière mondiale. Le Japon venait au deuxième rang avec 9,4%, et le Royaume-Uni au troisième rang avec 8,5 %.

[31] Du côté des marchés américains, on a fait remarquer à la Commission que le New York Stock Exchange voit un fort potentiel de croissance dans l'inscription à sa cote de titres de sociétés étrangères, dont évidemment les sociétés canadiennes. Par ailleurs, on constate que le NASDAQ se livre à un démarchage agressif pour recruter des inscriptions au Québec, notamment dans le secteur des entreprises de la nouvelle économie. Les données produites par les Bourses démontrent hors de tout doute que cette concurrence d'origine méridionale s'intensifie, et qu'elle commande une réaction rapide et énergique de la part de l'industrie canadienne. À défaut, la principale place de marché pour les titres canadiens de grande capitalisation pourrait se déplacer aux États-Unis.

[32] Les excédents de coûts allégués seraient attribuables à la fragmentation résultant de l'inter-inscription, aux investissements technologiques sur les activités périphériques, ainsi qu'à une supervision non concertée des marchés par les régulateurs.

[33] L'Entente impliquerait la cotation à un seul marché, la simplification des exigences d'inscription, la conformité possible à une seule série de règles boursières et l'assurance du maintien de services au moins égaux à ceux maintenant offerts, toutes perçues comme porteuses d'efficacité.

senior au Canada, obtiendraient ainsi une liquidité supérieure, un meilleur prix et des coûts d'opération réduits.

Les Bourses de l'Alberta et de Vancouver ont fait valoir à la Commission que la nouvelle Bourse de développement fournirait aux sociétés de petite et moyenne capitalisation un accès plus efficace au marché canadien des capitaux[34], tout en assurant une protection efficace des investisseurs.

Ce nouveau marché serait doté d'une structure de fonctionnement décentralisée et offrirait aux participants une réglementation harmonisée, appliquée de façon cohérente à l'échelle du pays. Sa mise sur pied permettrait de simplifier les exigences de dépôt d'information à l'intention des émetteurs et améliorerait le régime de divulgation à l'investisseur. On a également indiqué à la Commission que la liquidité y serait meilleure, vu le bassin élargi d'investisseurs qu'on y retrouverait, et que les titres de PME acquerraient une plus grande visibilité en étant inscrits à la cote d'une Bourse spécialisée dans ce type d'entreprises.

4.2 Consultations et audiences publiques

Des consultations et audiences publiques, la Commission retient certaines propositions pertinentes à l'examen des enjeux soulevés. Nous y référons selon qu'elles fassent consensus, ou qu'elles émanent des tenants ou des opposants à la thèse des Bourses.

4.2.1 Les propositions faisant consensus

Il existe un assez large consensus sur l'opportunité de concentrer les inscriptions de titres seniors sur la Bourse de Toronto et les produits dérivés à la Bourse de Montréal.

De plus, presque tous les intervenants reconnaissent le potentiel du secteur des produits dérivés pour un marché organisé désireux de s'y spécialiser. Ce secteur pourrait permettre à la Bourse de Montréal de se positionner avantageusement dans l'environnement économique nord-américain. Son exploitation à Montréal permettrait également de développer localement une expertise de pointe.

4.2.2 Les propositions attribuables aux opposants au Projet

---

[34] Le marché de la Bourse de développement serait divisé en trois grandes catégories : une première serait constituée des sociétés sur le point d'être éligibles à l'inscription à la Bourse de Toronto; la seconde, qui regrouperait la majorité des sociétés inscrites à ce marché, serait composée des titres plus spéculatifs; et enfin la troisième, essentiellement constituée des sociétés dont les titres se transigent présentement sur le CDN.

Pour les intervenants réfractaires à la fermeture du parquet des actions à la Bourse de Montréal, la réalisation du Projet pourrait nuire à l'économie du Québec, en réduisant la capacité du gouvernement d'appliquer ses politiques économiques et en accroissant l'influence de Toronto au détriment de Montréal dans l'échiquier financier canadien.

Plusieurs craignent une consolidation de la Bourse de Toronto, qui en viendrait à exercer une trop forte attraction autant au niveau de l'expertise en financement corporatif qu'au niveau des divers services professionnels afférents. On craint que les efforts de promotion gouvernementaux d'une industrie de la gestion de portefeuille à Montréal ne soient mis en péril par la fermeture du marché local des actions.

La spécialisation des Bourses, pour d'aucuns, priverait le Québec de certaines retombées économiques et pourrait affecter le développement des petites et moyennes entreprises («**PME**») québécoises, puisque leur financement deviendrait plus difficile en l'absence d'une bourse d'actions à Montréal. D'autres estiment qu'en raison de la réputation de la nouvelle Bourse de développement – qualifiée d'incertaine, sinon de mauvaise – la spécialisation créerait deux classes d'actions de sociétés : celle des PME inscrites à Toronto, et celle des PME de la Bourse de développement. Par ailleurs, la visibilité et la liquidité de ce marché seraient moindres que celles actuellement constatées à la Bourse de Montréal.

Enfin, si le Projet va de l'avant, le Québec pourrait voir remise en question une partie de sa juridiction et de son contrôle sur le secteur des valeurs mobilières.

Un certain nombre d'intervenants ont signalé à la Commission qu'ils auraient préféré que la Bourse de Montréal propose une approche différente de celle qui nous a été présentée. Il y lieu de souligner que la Bourse elle-même a examiné quatre possibilités différentes[35] avant de proposer le projet de restructuration sous étude.

Diverses alternatives ont aussi été proposées par les opposants au Projet. Certains ont souligné qu'ils auraient envisagé une démutualisation de la structure de propriété de la Bourse. D'autres auraient préféré que les Bourses aient convenu de la mise sur pied d'une plate-forme de négociation commune[36], qui aurait permis à chacune d'entre elles de continuer à servir son marché respectif tout en réduisant ses coûts d'opération. Plusieurs, tout en appuyant l'approche voulant que la négociation des titres seniors soit concentrée à la Bourse de Toronto et que les options et produits dérivés soient négociés uniquement à la Bourse de Montréal, auraient préféré que cette dernière maintienne ses activités de négociation d'actions de sociétés à petite capitalisation.

Parmi les autres alternatives soumises, soulignons la suggestion voulant que l'Entente accordant l'exclusivité en matière de produits dérivés à Montréal soit d'un terme supérieur à 10 ans. On a également proposé l'instauration de liens électroniques et

---

[35] Témoignage de M. Gérald Lacoste devant la Commission, le 4 juin 1999, transcriptions, p. 26 à 30.

[36] La Deutsche Borse et le London Stock Exchange discutent d'une telle solution avec les autres bourses européennes majeures, tout comme l'ont fait la DTB allemande et le SOFFEX suisse, ainsi que les membres du réseau NSC-Globex 2, qui relie le Chicago Mercantile Exchange, le MATIF français et le SIMEX (Singapour).

d'alliances entre les Bourses ou la création d'un site Internet qui pourrait être maintenu par le gouvernement du Québec ou la communauté financière. Ces liens permettraient aux investisseurs de participer au financement des PME.

Un témoin expert[37] a toutefois souligné que ces alternatives, bien qu'intéressantes, pouvaient s'avérer plus difficiles à réaliser qu'il ne le semble. Il soulignait de plus que le marché est en principe mieux placé pour déterminer la structure de marché optimale qui doit être mise sur pied. Il invitait donc la Commission à résister à la tentation de vouloir bonifier ou modifier l'Entente proposée.

4.2.3 Les propositions attribuables aux tenants du Projet

Pour les tenants du Projet, le statu quo n'est pas une solution : au contraire, il leur apparaît primordial d'agir au plus tôt dans la poursuite des objectifs fixés par l'Entente.

La restructuration des Bourses permettrait entre autres de mieux faire face à la véritable concurrence, celle des marchés américains et des SAT. Plusieurs notent que le Projet s'appuie sur les forces de chacune des Bourses et que s'il est mis de l'avant, elles pourraient désormais travailler en complémentarité plutôt qu'en concurrence, situation qu'ils considèrent comme un gain important compte tenu de l'étroitesse des marchés canadiens. Les marchés spécialisés ainsi créés auraient nécessairement plus de visibilité et de liquidité, et pourraient ainsi mieux répondre aux besoins de leurs usagers.

Un argument systématiquement invoqué en faveur de la mise à exécution de l'Entente est celui de la réduction importante des coûts qu'il amènera au bénéfice de tous les intervenants: émetteurs, investisseurs, courtiers et même les Bourses.

Plusieurs avantages sont également perçus au plan du fardeau de la réglementation. Les intervenants voient dans le Projet une bonne occasion de diminuer ce fardeau en intégrant dans un seul cadre harmonisé la plupart des règles applicables, simplifiant d'autant leurs tâches et la conformité.

Les adhérents au Projet mentionnent à la Commission que le financement des entreprises est l'apanage des conseillers et intermédiaires de marché, et non des bourses de valeurs. Par conséquent, ils soutiennent que l'objection relative au financement de l'entreprise québécoise, qui deviendrait plus difficile vu l'absence d'une bourse d'actions au Québec, est dénuée de tout fondement. Les investisseurs du Québec continueront selon eux de s'intéresser aux sociétés d'ici, quel que soit l'endroit où leurs titres sont cotés, ce qui sera d'ailleurs plus facile considérant qu'ils n'auraient plus qu'un seul marché à suivre au Canada pour une même action de société.

---

[37] Témoignage de M. Ruben Lee devant la Commission, le 7 juin 1999, transcriptions, p. 47 à 50.

De plus, dans l'univers globalisé des échanges financiers qui est maintenant le nôtre, le lieu du siège des marchés organisés n'a plus la même importance, surtout si ces marchés sont totalement automatisés et qu'ils deviennent ainsi accessibles de presque partout. Dans ce contexte, même les fonctions de spécialiste menées à la Bourse de Toronto ou le cas échéant, à la Bourse de développement, pourraient être facilement assurées à partir de Montréal, conclut-on.

5. ÉVALUATION DE CERTAINS ASPECTS CENTRAUX DU DOSSIER

L'analyse des arguments, commentaires et suggestions fournis par un large éventail d'intervenants[38] impose à la Commission d'arrêter certaines conclusions préalables sur les aspects du dossier qu'elle juge particulièrement importants.

Il importe surtout, en ce qui a trait aux aspects marquants du Projet, de dégager les éléments de fait pertinents qui permettront à la Commission de prendre position après analyse des véritables enjeux.

Ces aspects sont dans l'ordre :

- le déclin du marché des actions à Montréal ;
- la problématique de la concurrence ;
- la fragmentation ;
- l'impact de la localisation des infrastructures ;
- l'implantation de bureaux régionaux ;
- le transfert des inscriptions de titres juniors cotés à Montréal ;
- l'accès aux trois nouveaux marchés par les membres actuels des Bourses ;
- le terme de 10 ans dont l'Entente est assortie ;
- le questionnement sur la juridiction future de la Commission.

Après coup, la Commission se propose de discuter certaines considérations financières et réglementaires qui ont été portées à son attention.

---

[38] De plus, la Commission a consulté plusieurs experts, tant du Québec que du reste du Canada et de l'étranger. Elle s'est naturellement référée à un certain nombre d'études internes ou déjà publiées : parmi celles-ci, soulignons les suivantes : Beaulieu, M.-C., *Lettre à la CVMQ*, mai 1999; TSE Special Committee Report *Market Fragmentation : Responding to the Challenge*, Toronto Stock Exchange, Toronto, 1997, 102 pp. ; Foerster, S.R. and G.A. Karolyi, « Multimarket trading and liquidity : a transaction data analysis of Canada- US interlistings », *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 8 (1998) 393-412 ; Miller, M.H., *Financial Innovations and Market Volatility*, Blackwell Publishers, Cambridge, Mass., 1991 ; Commission des valeurs mobilières du Québec, *Restructuration des bourses canadiennes, étude de la direction du marché des capitaux*, Montréal, avril 1999 ; Commission des valeurs mobilières du Québec, *Transformation des bourses en sociétés à capital-actions à but lucratif*, note de service de la direction Recherche et développement des marchés, Montréal, mai 1999 ; Neal, R., D. Malmquist and G. Jarrell, « Potential Competition and Actual Competition in the Options Market », *Office of the Chief Economist, U.S. Securities and Exchange Commission*, Washington, November 1986.

5.1 Le déclin du marché des actions à Montréal

Le véritable problème auquel se bute la Bourse de Montréal réside dans la faiblesse, devenue endémique, de son marché des titres de capital. Sa part du marché canadien des actions est en baisse à peu près constante depuis 1945[39], ce qui n'est pas le résultat d'un simple accident de parcours, mais bien celui d'une longue érosion que les efforts consacrés, même s'ils étaient méritoires, n'ont pas permis de stabiliser.

Environ 10 % de la valeur des opérations boursières sur actions au Canada[40] sont *théoriquement* effectuées sur le marché de la Bourse de Montréal. *En réalité*, 25 % seulement des opérations qui y sont rapportées résultent vraiment de la rencontre d'offres et de demandes sur son parquet, puisque l'autre 75 % provient du marché interne des intermédiaires importants[41], qui ne font que les attribuer (les « imprimer », selon l'expression de marché) à la Bourse de Montréal, où elles ne contribuent pas à la liquidité, ni à l'établissement des cours.

Suivant des informations obtenues de la Bourse de Montréal, seulement 236 des 820 titres inscrits à cette dernière lui sont exclusifs, c'est-à-dire qu'ils ne sont inscrits à aucune autre Bourse. La proportion des transactions à la Bourse de Montréal portant sur ces titres représente en valeur 1,4 % et en volume 16,9 % des transactions totales. L'écart entre le pourcentage établi par rapport à la valeur des transactions et celui établi par rapport au volume des transactions reflète le fait que ces titres se transigent à un prix peu élevé. Ils sont émis par des sociétés relativement petites[42].

Par comparaison, à la Bourse de l'Alberta et à celle de Vancouver, les transactions sur les titres qui y sont exclusifs – aussi de très petites sociétés – atteignaient respectivement des valeurs de 87,7 % et 68 %, respectivement, des transactions totales sur ces Bourses en 1998. De plus, pour la même année, la valeur des

---

[39] La valeur des actions négociées à la Bourse de Montréal s'est peut-être accrue de 1988 à nos jours, passant de 15 061 millions $ à 55 647 millions $, mais au fil des ans, la Bourse a vu constamment diminuer sa part de la négociation des actions par rapport aux principales bourses canadiennes. Elle comptait pour 13,58 % du marché canadien en 1996, 12,44 % en 1997 et 10,04 % en 1998, pendant que la Bourse de Toronto augmentait sa part de marché durant la même période, la voyant passer de 81,56 % à 85,04 %, puis à 88,96 %. Si l'on déduit les transactions réalisées à l'étage, la part du marché canadien des actions occupée par la Bourse de Montréal se situe en réalité à au plus 6 %.

[40] Bourse de Montréal, 1998, *Revue boursière et répertoire des sociétés*, p. 33

[41] Voir le témoignage de M. Luc Paiement devant la Commission, 4 juin 1999.

[42] Pour illustrer davantage la marginalité croissante de son rôle sur le marché des actions au pays, la Bourse de Montréal se réfère à diverses données de son exercice 1998. Ainsi, elle établit péremptoirement qu'au chapitre des premiers appels publics à l'épargne («**PAPE**») réalisés cette année-là, les opérations ayant donné lieu à une inscription de titres *seulement à Montréal* étaient au nombre de trois, pour une valeur totale de 17 millions $. Pendant ce temps, les placements de sociétés inter-inscrites sur la Bourse de Montréal et la Bourse de Toronto permettaient de recueillir 3,192 milliards $ dans le cadre de 25 PAPEs. Pour sa part, la Bourse de Toronto inscrivait à sa cote les titres de 30 PAPE, pour une capitalisation totale de 2,529 milliards $.

transactions sur les titres exclusifs à Montréal ne représentait qu'une fraction de 19 % de l'ensemble des transactions réalisées sur les titres exclusifs aux Bourses de Vancouver et de l'Alberta. Ces données illustrent d'une certaine façon la faiblesse relative du marché des titres juniors à Montréal et la plus forte vitalité des bourses de l'Ouest dans ce domaine.

À l'inverse, au cours du même exercice 1998, la Bourse de Montréal enregistrait une année record de négociation dans le domaine des contrats à terme, produits dérivés où sa performance a connu une importante hausse de 59 % par rapport à l'année précédente[43]. Dans ce secteur, sa part de marché au pays culminait ainsi à des valeurs de 70 %.

Ces résultats amenèrent la Bourse de Montréal à conclure qu'une approche de spécialisation dans les produits dérivés, si elle était appuyée par une certaine exclusivité d'exploitation à l'échelle canadienne, serait pour elle la plus prometteuse[44].

Son analyse du potentiel de croissance du marché des options et des contrats à terme financiers, qui repose sur des comparaisons entre la taille actuelle des marchés de titres dérivés au Canada et celle des principaux autres pays industrialisés, démontre qu'avant d'atteindre la moyenne de ces pays, le marché canadien aurait un potentiel de croissance additionnel de 700 % pour les options sur actions, de 800 % quant aux contrats à terme sur indices, et de 1 400 % dans le cas des contrats à terme visant les taux d'intérêt à long terme[45].

5.2 L'impact sur la concurrence

L'Entente propose que les Bourses se réservent mutuellement une niche d'affaires exclusive dans l'organisation de marchés de valeurs mobilières au Canada. Elle aurait en pratique pour effet de limiter à une seule Bourse la négociation de chaque type de valeurs mobilières.

---

[43] La Bourse de Montréal offre trois contrats à terme à la négociation. Ces produits sont i) les BAX, des contrats à terme sur acceptations bancaires canadiennes de trois mois; ii) les CGB, des contrats à terme sur les obligations du gouvernement du Canada de 10 ans ; et iii) les CGF, des contrats à terme sur les obligations du gouvernement du Canada de 5 ans. Elle offre également 47 classes d'options sur actions, 4 classes d'options sur obligations et 11 classes de LEAPS. Ce secteur a également connu une forte croissance : de 1988 à aujourd'hui la valeur des options sur actions négociées à la Bourse de Montréal a pratiquement triplé, passant de 101 350 695 $ à 300 959 290 $.

[44] En pratique, les préférences exprimées par les émetteurs et les investisseurs font que cette spécialisation est déjà imposée par la clientèle de la Bourse de Montréal.

[45] Il s'agit là d'un potentiel fort important qu'il serait réaliste de penser à développer. La Bourse de Montréal cite l'exemple de son contrat BAX sur les acceptations bancaires, qui permet de transiger sur les taux d'intérêts à court terme selon un indice d'utilisation dont le niveau excède présentement la moyenne mondiale.

Pour ses signataires, c'est l'un des effets recherchés par la spécialisation. Pour d'autres, cette limitation potentielle porterait atteinte à la concurrence entre les marchés, conférant à l'Entente un caractère monopolistique.

Concernant ce débat, la Commission croit qu'il ne lui appartient pas de se pencher sur des questions qui à leur face même, relèvent de l'application du droit de la concurrence : d'autres forums compétents auront tout le loisir d'en traiter s'ils le jugent approprié. Toutefois, la vocation de la Commission de veiller au bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières implique que nous nous intéressions au maintien d'un niveau de concurrence qui favorisera une allocation optimale des ressources.

Malgré qu'en théorie, la spécialisation des Bourses dans un domaine d'activité qu'elles se réservent réciproquement puisse avoir pour effet de réduire la concurrence qu'elles se livrent *entre elles*, la Commission ne retrouve pas dans le présent dossier les motifs sérieux qui devrait l'amener à obliger le maintien artificiel d'activités de négociation d'actions devenues anémiques à la Bourse de Montréal, ou encore à imposer une politique d'inter-inscription de mêmes titres ou produits sur plus d'une Bourse au Canada.

La raison en est simple : il est actuellement très facile pour un participant du marché d'accéder à une gamme de systèmes de négociation de valeurs mobilières ou de produits dérivés en marge de l'ensemble des marchés opérés par les Bourses au Canada et ce, quel que soit le modèle d'organisation dont elles peuvent chercher à se doter. C'est d'ailleurs là qu'on retrouve aujourd'hui l'essentiel de la dynamique concurrentielle des marchés:

- il existe une masse critique d'opérateurs de marchés agissant en concurrence à l'aide de mécanismes communs de négociation informatisés;

- les participants institutionnels, précisément parce que les marchés boursiers canadiens ne montrent pas une liquidité suffisante, peuvent aisément accéder à un très important marché interne chez les intermédiaires en valeurs mobilières;

- plusieurs SAT et réseaux électroniques d'acheminement d'ordres sur les marchés d'actions ou de produits dérivés procurent un accès rapide et peu coûteux au monde financier à partir du Québec[46];

- la concurrence étrangère – surtout nord-américaine[47] – se manifeste de plus en plus agressivement chez nous et fait notamment pression à la hausse sur les inter-inscriptions à l'étranger;

---

[46] En réalité, le développement accéléré de l'informatisation des systèmes de négociation a amené le remplacement graduel et même l'élimination des parquets traditionnels de négociation des bourses. Les modifications technologiques résultant notamment de l'essor fulgurant des télécommunications, de l'Internet et de l'informatique ont facilité l'accès à distance aux mécanismes de négociation et éliminé le besoin d'une présence physique locale pour procéder à des transactions boursières.

[47] Tous les experts, sans exception, nous ont rappelé que les bourses électroniques, le commerce des valeurs mobilières sur l'Internet et les bourses américaines sont, pour les Bourses, des rivaux bien plus

- il s'opère un arbitrage entre ces différents marchés.

La concurrence demeure donc suffisante, à notre avis, pour assurer le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières au Québec. Pour cette raison, et pour les autres motifs énoncés ci-après au chapitre de la fragmentation de marché[48], nous estimons qu'il n'y a pas lieu d'exercer nos pouvoirs de contrôle pour contraindre les Bourses à maintenir en totalité ou en partie leurs structures traditionnelles de marché diversifié.

5.3 La fragmentation

L'un des objectifs de l'Entente est de réduire la fragmentation[49] du marché canadien. Cette réduction entraînerait à son tour une augmentation de la liquidité, une réduction des écarts entre le cours vendeur et le cours acheteur d'un titre et par conséquent, la diminution du coût des transactions.

L'analyse faite par la Commission nous amène toutefois à pondérer ces affirmations. Il est vrai que le regroupement du marché pour un titre sur une seule Bourse peut contribuer à augmenter la liquidité sur ce titre. Toutefois, deux facteurs réduisent considérablement la portée du bénéfice allégué par les promoteurs du Projet.

D'une part, la fragmentation qui résulte du fait qu'un titre est actuellement négocié sur la Bourse de Montréal et sur une autre Bourse canadienne n'est qu'une des sortes de fragmentation. L'internalisation de certaines opérations chez les courtiers, la concurrence des bourses américaines[50] et le développement des SAT sont des facteurs de fragmentation beaucoup plus significatifs. D'autre part, l'élimination de la part relativement faible du volume total des opérations réalisées à la Bourse de

---

redoutables qu'elles ne le sont l'une envers l'autre. Déjà en 1997, dans une étude sur la fragmentation qu'elle avait mandatée (*TSE Special Committee Report*, précité), la Bourse de Toronto admettait à la page 15 que sa principale concurrence comme marché traditionnel lui provenait du NASDAQ, et non des autres Bourses canadiennes.

[48] Voir infra, section 5.3.

[49] Ce terme désigne la dispersion des transactions sur un même titre entre des places d'affaires, physiques ou virtuelles, concurrentes : *TSE Special Committee Report*, précité, chapitres V et VI. Elle peut être externe (ou géographique) ou interne. Dans le cas de la **fragmentation externe**, les transactions relatives à un titre donné sont réparties entre des organisations différentes. Dans celui de la **fragmentation interne**, elles sont d'abord conclues entre les membres d'une bourse, ou même à l'intérieur de l'une de ces organisations, dans son marché interne, et ne sont rapportées au livre de la bourse que pour satisfaire aux besoins de la réglementation. Les transactions de ce type, qui répondent surtout aux besoins des investisseurs institutionnels, représentent plus de la moitié de la valeur des transactions, tant à la Bourse de Montréal qu'à celle de Toronto : *TSE Special Committee Report*, p. 66. Dans certaines données statistiques, elles sont ajoutées à celles qui sont réellement conclues sur le parquet de la bourse. Ces statistiques suggèrent un marché plus profond qu'il ne l'est réellement : voir le témoignage de M. Jean Turmel devant la Commission, audience du 4 juin 1999, transcriptions, p. 154.

[50] Le New York Stock Exchange et le NASDAQ en particulier.

Montréal par rapport à celle réalisée sur le marché torontois ne réduirait que légèrement la fragmentation.

L'Entente laisse intacte la fragmentation interne, qui continuera sans doute de progresser au gré des besoins des investisseurs institutionnels, comme elle l'a fait au cours des dix dernières années. Mais comme elle propose de canaliser vers une seule place boursière toutes les transactions relatives à un titre donné, il est vrai qu'elle réduira la fragmentation externe.

Chacune des Bourses tirerait ainsi de sa spécialisation un certain pouvoir de marché à l'égard des titres ou produits qui lui sont dévolus. Ce faisant, le volume de transactions et la concurrence s'en trouveraient augmentés entre les participants à l'intérieur de chaque Bourse — ce qui constitue un avantage pour les participants — mais on réduirait la concurrence entre les Bourses — ce qui représente un coût important et tend à confirmer, comme on l'a fait valoir à la Commission, que la fragmentation résultant d'une saine concurrence entre les marchés ne constitue pas nécessairement un mal. Il faut donc estimer le solde du coût et de l'avantage.

Le coût ne doit pas être sous-évalué. En effet, on a observé que l'inscription à la liste de deux bourses, notamment canadienne et américaine, réduit les coûts de transaction d'un titre[51]. De plus, la concurrence « potentielle »[52] de la Bourse de Montréal peut empêcher les participants des autres bourses canadiennes ou étrangères d'exploiter leur pouvoir de marché.

Du point de vue des investisseurs québécois, la Commission conclut de ces avancés que l'avantage tiré de la réduction des coûts d'exploitation des places boursières et de leur spécialisation l'emporte sur l'inconvénient résultant de la réduction de la concurrence entre ces institutions.

---

[51] Foerster et Karolyi, précité, 1998. Il faut toutefois noter que le Projet, s'il est réalisé, n'affecterait pas la pratique d'inter-inscription à la Bourse de Toronto et à une autre bourse américaine.

[52] Ce concept est connu en économie sous le vocable de « théorie des marchés contestables » : voir Neal, Malmquist et Jarrell, précité, 1986.

5.4 L'impact sur le financement de l'entreprise québécoise

On a fait valoir à la Commission que la fermeture éventuelle du marché des actions de PME à Montréal et son remplacement par un marché similaire, dont le siège serait situé à Calgary, risquent d'affecter le développement futur des entreprises québécoises parce qu'il limiterait leur accès au financement.

Certains éclaircissements s'imposent relativement à cette proposition.

Lorsque le législateur, à l'article 276(1) de la Loi, énonce que la Commission a pour mission « de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières », il réfère tant au marché primaire que secondaire.

Le marché **primaire** des valeurs mobilières est celui auquel s'adressent les entreprises pour obtenir du financement en contrepartie de l'émission de leurs titres. Pour obtenir ce financement par voie d'appel public à l'épargne, les émetteurs ont normalement recours à un ou plusieurs courtiers inscrits auprès de la Commission afin de prendre charge de l'opération. L'intermédiaire agit alors en qualité de placeur pour compte ou de preneur ferme des titres à être émis[53].

Le marché **secondaire**, pour sa part, est celui où vont se négocier ces titres une fois émis et en circulation. C'est uniquement à cet égard qu'une bourse de valeurs vient jouer son rôle, en organisant ce marché et en lui servant d'infrastructure.

Il faut bien sûr reconnaître que toutes choses étant égales par ailleurs, le fait qu'un titre émis sur le marché primaire fasse l'objet d'une inscription en bourse le rend possiblement plus intéressant pour un acheteur potentiel. Ce dernier peut en effet présumer que s'il veut se départir de ce titre, il pourra s'adresser à un marché visible et liquide maintenu sur celui-ci.

Toutefois, rien n'indique que ce facteur puisse à lui seul affecter la fonction de financement sur le marché primaire, si l'on tient compte des conditions d'établissement d'opérations au Québec qui ont été proposées par la Bourse de développement et du reste, par la Bourse de Toronto[54]. Bien plus, aucun problème potentiel n'est appréhendé par une très vaste majorité des entreprises québécoises – dont celles à petite et moyenne capitalisation, qui auraient probablement le plus à perdre si pareil problème survenait – ni par leurs regroupements, qui se sont prononcés en faveur du Projet[55].

---

[53] C'est pourquoi une présence locale de ces agents, et des professionnels dont ils s'adjoignent les services, est préférable pour que le PAPE soit couronné de succès.

[54] Voir infra, section 5.5, sur les Bureaux régionaux proposés par les Bourses.

[55] La raison en est sans doute que dans l'hypothèse de l'établissement au Québec de deux nouveaux marchés d'actions, comme le prévoit le Projet qui nous a été soumis, les perspectives de maintien d'un marché secondaire actif et liquide sont améliorées. Les entreprises ne peuvent donc s'en plaindre.

Par ailleurs, dans la présente affaire, personne n'a soutenu que la restructuration des Bourses aurait pour effet de diminuer l'efficacité des mécanismes d'intermédiation dont dépend le bon fonctionnement du marché primaire. Au contraire, plusieurs estiment que le Projet n'est pas susceptible de générer d'impacts négatifs majeurs sur les opérations des courtiers membres de la Bourse de Montréal ou des investisseurs institutionnels, ni même de diminuer de quelque façon la disponibilité de services professionnels offerts localement.

En ce qui concerne les PME québécoises, l'organisation très décentralisée envisagée par la Bourse de développement n'encourage pas le déplacement des fournisseurs de services professionnels – avocats, comptables, géologues ou autres – opérant à Montréal. Ceux-ci, en effet, auront tout avantage à demeurer dans la région où l'émetteur qui en a besoin maintient son siège, mène des opérations importantes, ou a d'autres attaches. De plus, toutes ces personnes pourraient s'adresser directement au Bureau régional de chaque Bourse, qui aurait l'autonomie requise pour répondre à leurs demandes.

En somme, la Commission ne partage pas les appréhensions exprimées pour le financement de l'entreprise si la Bourse de Montréal abandonne sa vocation de marché d'actions parce qu'elle ne voit pas, dans l'environnement actuel des valeurs mobilières, le rapport de cause à effet allégué entre cette réorientation, le fait que le siège de la Bourse de développement puisse être situé en Alberta et les présumées difficultés de financement des PME du Québec.

La Commission n'ira pas aussi loin que de dire, comme l'a soutenu un expert, qu'il n'est pas essentiel à l'économie du Québec qu'il possède sa propre bourse[56] puisque quoi qu'il en soit, il est indéniable qu'une bourse de valeurs est un actif économique précieux dont il est préférable de pouvoir disposer plutôt que de se priver.

Dans les circonstances qui nous ont été démontrées, les modalités fondamentales du Projet nous semblent capables d'accommoder à la fois les besoins de cette économie et la volonté de la Bourse de Montréal de se préparer un avenir fructueux.

Pour toutes ces raisons, la Commission conclut que dans l'éventualité où les Bourses se spécialisent selon les modalités qui nous ont été soumises, la capacité de financement des entreprises québécoises sur le marché primaire des valeurs mobilières n'a que peu de raisons d'être affectée et ce, à tous égards importants.

5.5 Les bureaux régionaux

L'Entente intervenue entre les Bourses prévoit qu'elles concluront des ententes accessoires afin de pouvoir offrir des services additionnels dans d'autres centres au

---

[56] Témoignage de M. Ruben Lee devant la Commission, audience du 7 juin 1999, transcriptions, pp. 70 et 71.

Canada, dans la mesure où la poursuite de leurs affaires le requièrent[57].

À l'occasion des audiences publiques, la Bourse de Toronto et les Bourses d'Alberta et de Vancouver ont déposé auprès de la Commission deux projets de « Services Agreements » (« **Accords de services** ») en date du 1er juin 1999, dont la signature est envisagée avec la Bourse de Montréal.

Ces projets, dont elles ont confirmé la teneur et accepté de discuter avec nous séance tenante, démontrent une intention claire d'établir à Montréal un bureau régional de la Bourse de Toronto et un bureau régional de la Bourse de développement. Chaque bureau régional montréalais (**« Bureau régional »**) serait opéré par le personnel de la Bourse de Montréal affecté au marché des actions, pour une période initiale d'un an renouvelable. L'intention des parties est d'une part, de lancer au plus tôt leurs opérations au Québec et d'autre part, de bénéficier d'un certain délai pour arrêter l'organisation et les modes de fonctionnement de ces Bureaux régionaux.

Les services qui seraient dispensés dans les Bureaux régionaux seraient tous ceux qui en substance, concernent les inscriptions à la cote, le traitement de toutes les demandes impliquant les émetteurs (telles les demandes relatives à des offres publiques d'achat initiées sur le marché concerné), l'examen et le traitement de tous les documents d'information requis des émetteurs, les suspensions et radiations d'inscription, l'administration des règles, politiques et lignes directrices, la sollicitation de nouvelles inscriptions, le traitement des demandes d'information du public concernant les émetteurs, etc.[58]

Lors des audiences, les Bourses ont résumé comme suit leur approche concernant les Bureaux régionaux à Montréal: on veut que ceux-ci, en se basant sur les services actuellement disponibles aux clientèles de la Bourse de Montréal, fournissent « les mêmes services, de même qualité, au même endroit, par les mêmes personnes, dans la même langue »[59] .

La Commission a constaté que les Bourses réalisaient fort bien que si elles voulaient répondre efficacement à la concurrence auprès des émetteurs, intermédiaires et investisseurs québécois, elles se devraient de leur offrir des services qui répondent mieux à leurs besoins.

La Bourse de Toronto, en particulier, a d'ailleurs souligné à la Commission que les émetteurs du Québec représentaient déjà le tiers de la capitalisation boursière totale de

---

[57] Voir l'article 3.3 de l'Entente.

[58] Nous reproduisons à l'Annexe III le texte intégral de l'article 3.1 de l'Accord de services projeté par la Bourse de Toronto et l'annexe A de l'Accord considéré par les Bourses de l'Alberta et de Vancouver. Il faut reconnaître que ces textes présentent une information dont le niveau de détail varie passablement mais lors des audiences, les représentants de ces Bourses nous ont confirmé leur intention de mettre toutes trois sur pied des Bureaux régionaux qui s'acquitteraient essentiellement des mêmes opérations et ce, de la même façon. C'est sur cette confirmation que s'appuie la Commission.

[59] Cette nomenclature a été citée à maintes occasions au cours des audiences publiques : voir par exemple le témoignage de Mme Claire Gaudet, Vice-présidente des services aux entreprises à la Bourse de Toronto devant la Commission, audience du 4 juin 1999, transcriptions, p. 45.

son marché, dont 41 % en provenance du secteur des sciences de la vie et 38 % du secteur des télécommunications. Elle se doit donc de faire le nécessaire pour attirer et retenir l'inscription des titres de ces sociétés, qui sont la cible principale du NASDAQ. C'est l'une des raisons pour lesquelles elle entend établir un Bureau régional à Montréal, et desservir ainsi les émetteurs locaux. Le personnel qu'on y retrouverait serait à égalité avec celui de Toronto et agirait de façon autonome. Il aurait le pouvoir de lier la Bourse par ses décisions, lesquelles feraient l'objet d'une supervision « par les pairs » issus de la place financière montréalaise, sous la responsabilité ultime de la Commission.

Interrogé à ce sujet par M. le Commissaire Rosenstein, voici ce que M. John Carson, Vice-président principal, Réglementation des membres, à la Bourse de Toronto a déclaré à la Commission:

«...

M. Carson :

In terms of the Montreal office and the services we will offer here, both the nature of the services and the governance processes will be substantially the same, and indeed, we do intend to utilize those persons who are currently on the ME stock list committee on our equivalent committee.

M. Rosenstein :

...If we take the typical issuer in Québec who has to deal with the Exchange, if I understand correctly, will all of his dealings that concern him directly be through the Montréal office of the Toronto Stock Exchange?

And all the decision-making that will take place in his case ... the application of those [general] rules to each case here in Québec to an issuer who comes through the Montréal ... office, will that case be dealt with entirely in Québec by personnel ... French-speaking personnel here in Québec ?

M. Carson :

Yes, that is definitely the concept. Now, it would be obvious that there may be some discussion as between staffs and various offices, otherwise you quickly come to a point where there's inconsistencies, but that issuer will be dealt with through the Montréal office and the decisions will be made there, yes.

M. Rosenstein :

And all recourses that he might exercise if he's not satisfied with his treatment would be through an apparatus that would ultimately end up here before the Commission ?

M. Carson :

That's our proposal, yes, and of course, we need to work the details out in our discussions with all of the Commissions concerning implementation of this model, yes. ... »[60]

---

[60] Audience du 4 juin 1999, transcriptions, pp. 80 à 83.

La position des Bourses de l'Alberta et de Vancouver est au même effet. Compte tenu du type de sociétés auxquelles elles s'adressent, elles jugent primordial que les bureaux régionaux aient une connaissance approfondie de leur marché local. Ces bureaux, qu'elles projettent d'établir à Montréal et dans les autres principaux centres financiers au Canada, exerceraient des pouvoirs décisionnels, leur permettant de prendre localement des décisions qui soient capables de lier la Bourse de développement. Dans le cas des inscriptions, le comité formé pour en décider serait composé de membres provenant du Québec et tout se passerait au Québec, y compris l'appel auprès de la Commission. Enfin, il est également apparu essentiel aux Bourses, comme il l'avait été à une grande partie des observateurs, que les Bureaux régionaux s'adjoignent les services de personnel compétent et efficace.

Les témoignages entendus et la documentation qui se trouve devant nous satisfont la Commission que l'intention des parties à l'Entente est effectivement d'établir – notamment à Montréal, dans le cas de la Bourse de Toronto et de la Bourse de développement – des bureaux régionaux dont l'administration des affaires sera autonome et intégrée dans tous les aspects de l'application des règles, politiques et directives, qu'ils seront décisionnels, que leurs décisions seront prises par des instances internes formées en majorité d'intervenants issus de la place financière concernée, et que le tout sera supervisé et contrôlé par la Commission des valeurs mobilières ayant compétence dans la juridiction où le bureau régional concerné sera établi.

5.6 La migration des inscriptions de titres junior

Tout au long du processus de consultations sur l'Entente et le Projet de Restructuration, on a fait grand cas d'une inégalité de traitement entre deux groupes de sociétés émettrices de titres juniors, dont l'inscription aurait normalement dû être transférée à la Bourse de développement :

- le **premier groupe** est composé des sociétés déjà inscrites à la Bourse de Toronto, qui n'en respectent plus les normes d'inscription, mais qui respectent les normes de maintien à la cote;

- le **deuxième groupe** est formé des sociétés émettrices de titres juniors inscrites à la Bourse de Montréal, qui ne respectent pas les normes d'inscription à la Bourse de Toronto, mais qui en respecteraient les normes de maintien à la cote si leurs actions y étaient déjà inscrites.

L'inégalité résulterait du fait que le premier groupe puisse maintenir son inscription à la Bourse de Toronto pour une certaine période de temps alors que le deuxième groupe, qui se trouve foncièrement dans la même position face aux normes de maintien à la cote, verrait l'inscription de ses titres transférée immédiatement à la Bourse de développement.

À l'audience, les Bourses ont fait valoir que ce traitement inégal n'était pas intentionnel et que la situation serait corrigée de la façon suivante, que leurs représentants se sont déclarés prêts à soumettre à leur Conseil des gouverneurs respectif :

- la Bourse de Toronto réviserait ses critères de maintien au cours de l'été 1999, pour les faire entrer en application au début de l'automne;

- à ce moment, toutes les sociétés inscrites à Montréal qui respecterait les nouvelles normes de maintien pourraient inscrire leurs actions à la cote de Toronto;

- quant aux sociétés mentionnées précédemment qui sont déjà inscrites à Toronto mais qui ne rencontreraient plus les normes de maintien d'inscription, elles se verraient offrir le choix de demeurer à Toronto pour 6 mois – période où elles tenteraient d'améliorer leur situation pour arriver à les respecter – ou de faire migrer sans frais leur inscription vers la Bourse de développement;

- si la société visée choisissait de demeurer à Toronto mais qu'elle demeurait incapable de respecter les nouvelles normes de maintien d'inscription à l'expiration de la période de 6 mois, elle devrait migrer à ses frais vers la Bourse de développement.

Un travail conjoint sera amorcé entre le personnel de la Bourse de Montréal et celui de la Bourse de Toronto afin de compléter l'analyse préliminaire des sociétés concernées d'ici quelques semaines. Des sessions d'information seront par la suite tenues à l'intention des sociétés visées, et les «demandes» d'inscription seront traitées au cours de l'été, en vue d'un transfert à l'automne 1999.

Cette proposition nous semble de nature à favoriser, à l'expiration d'une courte période de 6 mois, le principe voulant que les PME concernées soient traitées de façon paritaire quant aux modalités du transfert d'inscription de leurs actions de Montréal vers les autres Bourses.

5.7 L'accès aux membres actuels de chaque Bourse

Aux termes de l'Entente, les courtiers membres de chacune des Bourses (ainsi que les courtiers membres du TFE en ce qui concerne la Bourse de Montréal) auraient droit d'accès aux mécanismes de négociation des autres Bourses sur une base non discriminatoire[61]. À cette fin, les Bourses concluraient les ententes accessoires nécessaires[62]. Les Bourses s'engagent de plus à ne pas adopter de règles de

[61] Voir l'art. 4.1 de l'Entente.
[62] Art. 4.2 de l'Entente.

négociation qui constitueraient une discrimination contre les maisons de courtage qui participeraient à leur marché, mais qui n'en seraient pas membres.

Il y a lieu de noter que les opérations conclues par l'entremise de la Bourse de développement seraient effectuées par l'entremise d'un marché électronique. En conséquence, les négociateurs des firmes pourraient y avoir accès par l'entremise de terminaux situés n'importe où au Canada, sans qu'il ne soit nécessaire au participant d'assurer une présence physique au siège des opérations de la Bourse, comme c'est le cas pour les parquets boursiers traditionnels.

La Commission s'est interrogée quant à savoir si l'article 4 de l'Entente, qui libéralise l'accès des Bourses aux courtiers qui n'en sont pas membres, était conforme aux prescriptions de l'article 175 de la Loi, qui prévoit que :

> « 175. Les documents constitutifs, le règlement interne et les règles de fonctionnement de l'organisme doivent assurer:
>
> 1° la libre adhésion de toute personne qui remplit les conditions d'admission;
>
> 2° l'égalité entre les membres dans l'accès aux services offerts;
>
> 3° l'imposition de mesures disciplinaires à l'encontre des membres de l'organisme ou de leurs représentants, en cas de manquement au règlement interne ou aux règles de fonctionnement de l'organisme ou de contravention à la présente loi et au règlement.
>
> Toutefois, la Commission détermine les exigences applicables à une chambre de compensation de valeurs. »

Cette disposition veut notamment éviter une discrimination tant au niveau de l'admission comme membre d'une bourse qu'à celui de l'accès aux services disponibles.

La Commission a conclu que les dispositions pertinentes de l'Entente ne contrevenaient pas à l'article précité.

5.8 Une entente de 10 ans

Le fait que l'Entente n'ait qu'une durée de 10 ans a été soulevé plusieurs fois au cours des consultations et des audiences réalisées par la Commission. Certains intervenants craignent de voir revenir trop tôt une concurrence de la Bourse de Toronto dans le secteur des produits dérivés, alors que d'autres s'interrogent tout simplement sur ce qu'il adviendra une fois ce terme échu.

Au cours des audiences, la Bourse de Montréal a mentionné que les parties à l'Entente ont choisi de conclure un accord fermé à durée limitée, plutôt qu'un accord à durée illimitée permettant aux parties d'y mettre fin en tout temps. La Commission ne juge pas nécessaire de questionner ce choix.

La Bourse de Montréal a convenu que la période de 10 ans avait été arrêtée de façon quelque peu arbitraire, mais qu'il était raisonnable dans les circonstances car dans un contexte boursier en évolution tellement rapide, c'est «une éternité».

La Commission reconnaît que cette période de 10 ans est vraisemblablement suffisante pour permettre à la Bourse de Montréal de mieux s'établir dans le secteur des produits dérivés et de s'y bâtir la crédibilité qui lui permettra, le cas échéant, de distancier pour longtemps tout futur concurrent au Canada.

À tout événement, qu'il suffise de mentionner qu'à l'expiration du terme de 10 ans, chaque partie réévaluera sa participation à l'Entente et que dans le contexte de leur reconnaissance comme OAR par la Commission, celle-ci aura toujours son mot à dire dans les décisions qui pourront en découler[63].

5.9 Le questionnement sur la juridiction de la Commission

Le personnel de la Commission s'est interrogé sur l'aspect de la juridiction de la Commission si la réforme proposée va de l'avant.

Après avoir fait part de sa vision quant à l'obligation de la Bourse de Toronto et de la Bourse de développement d'être reconnues comme OAR pour pouvoir mener au Québec les activités qu'elles envisagent[64], il a attiré notre attention sur le fait que si la Commission accordait une telle reconnaissance, nous aurions éventuellement à vivre « de nouveaux problèmes de conflits juridictionnels ».

Si le Projet est réalisé, il est probable que ces Bourses soient reconnues comme OAR par plus d'une autorité en valeurs mobilières, ce qui impliquerait un exercice concurrent, sur la même Bourse, des pouvoirs de supervision dévolus à chaque autorité par sa propre législation, d'où les éventuels « conflits ». La prudence nous a donc été conseillée:

> « La Commission doit être consciente qu'une nouvelle norme élaborée par l'une des Bourses devra recevoir l'approbation de plusieurs régulateurs. Il est déjà permis de présumer des situations où la Commission se verra dans l'obligation de faire des compromis qu'elle n'aurait pas normalement acceptés. »[65]

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« **ACVM** ») sont de juridiction provinciale et chacune d'elles reçoit son mandat d'une loi de sa province. Chacune doit s'assurer de remplir son mandat spécifique. Cela n'empêche toutefois pas ces autorités, au besoin, de se concerter et de mettre en commun certaines de leurs

---

[63] Voir infra, section 6.2.1
[64] Ibid
[65] Témoignage de Me Richard Proulx devant la Commission, 3 juin 1999, transcriptions, p. 53.

ressources, d'une part, pour remplir avec efficacité et efficience leur mandat et d'autre part, pour réduire le fardeau administratif des personnes appelées à transiger avec plus d'une autorité. Elles le font d'ailleurs très bien depuis des décennies.

Dans cette optique, les ACVM ont déjà développé des régimes d'examen concerté dans certains domaines, sans renoncer d'aucune façon à exercer pleinement leur juridiction. Il en résulte une meilleure harmonie, bien que chaque autorité puisse dans chaque cas choisir sa propre voie et prononcer une décision différente des autres. Parmi les raisons qui peuvent amener une Commission à adopter une position substantiellement différente, mentionnons les différences découlant :

- d'exigences législatives et réglementaires ;
- des politiques administratives ;
- de besoins régionaux ;
- de l'interprétation des normes.

Cependant, l'expérience vécue nous démontre que le niveau d'harmonisation entre les normes en vigueur dans les différents territoires et provinces milite en faveur de la concertation. C'est une approche qui pourra sans doute nous inspirer à l'égard des demandes des Bourses qui seront présentées dans plusieurs juridictions.

Même à l'intérieur d'un modèle de concertation, il serait toujours possible à la Commission de prendre une position différente ou opposée à celle adoptée par les autres juridictions. En ce cas, son refus d'approbation pourrait opérer comme un veto aux effets pancanadiens, un remède dont l'utilisation devrait être soigneusement soupesée, tant par la Commission que par toute autre autorité canadienne en valeurs mobilières, vu ses effets systémiques.

Dans un tel modèle, les ACVM concernées seront certes incitées à faire preuve de souplesse et de discipline dans l'exercice conjoint de leurs pouvoirs, mais cette approche ne devrait d'aucune façon être assimilée à un abandon de juridiction.

Nous concluons que la possibilité de divergences de vues entre régulateurs et le défi que peut représenter la recherche d'un mécanisme de concertation, que la Commission est d'ailleurs toute disposée à relever en recherchant systématiquement l'efficacité, ne sauraient être suffisants pour rejeter le Projet sous étude.

6. DISCUSSION DE CERTAINES CONSIDÉRATIONS FINANCIÈRES ET RÉGLEMENTAIRES

La Commission, en s'appuyant sur la vision des faits qu'elle a dégagée ci-dessus, tient maintenant à discuter et à se prononcer sur un certain nombre de considérations, qui reviennent presque systématiquement dans le débat. Elles sont tantôt d'ordre financier,

et tantôt d'ordre réglementaire.

6.1 Les considérations financières

6.1.1 Le potentiel du marché des dérivés pour Montréal

Les produits dérivés, comme tous les instruments financiers, servent à répartir les rendements et les risques entre les investisseurs, au gré de leurs besoins et préférences. Ils permettent aux gestionnaires de découvrir les prix et d'ajuster leurs portefeuilles rapidement et à faible coût[66]. De plus, ils répondent aux besoins de producteurs qui souhaitent se départir d'une partie de leur risque d'affaires.

Par leur nature même, les produits de cette nature transigés sur une bourse sont moins exposés à la concurrence que les actions. Par opposition aux titres sous-jacents, « fabriqués » par les émetteurs, les produits dérivés le sont par les bourses elles-mêmes, dont ils sont la propriété[67]. De ce fait, ils sont moins vulnérables à la concurrence des SAT[68] ou à la pratique de l'inter-inscription. Toutefois, ils sont plus libres d'attaches géographiques que les autres types de valeurs et par conséquent, plus exposés à une concurrence internationale croissante. Leur succès dépend de l'habileté conceptuelle de la bourse qui les développe et ils peuvent toujours être copiés. Rien n'empêcherait d'autres intervenants que les Bourses de Toronto, d'Alberta ou de Vancouver de lancer sur leur marché des produits concurrents à ceux que la Bourse de Montréal pourrait offrir une fois spécialisée.

Si l'abandon proposé d'un pan important des activités de la Bourse de Montréal résulte en grande partie de l'érosion graduelle et – pour les motifs exposés précédemment – probablement irrémédiable de sa part du marché des titres de capital, son initiative de se concentrer dans le secteur des contrats à terme et des options nous apparaît être, tout comme à une forte majorité de commentateurs, une occasion d'affaires intéressante dont ses dirigeants ont raison de vouloir se prévaloir.

Le succès de la Bourse de Montréal dans les produits dérivés lui a permis de se tailler une place importante dans ce marché sur le plan national. Malgré ce succès, le secteur des options sur actions et des contrats à terme demeure néanmoins sous-développé au Canada par rapport à celui qui existe dans d'autres marchés internationaux. Il offre donc un potentiel de croissance prometteur[69].

À cet égard, la Bourse de Montréal a démontré à la Commission que l'examen des différentes alternatives stratégiques qui s'offraient à elle pour répondre à la situation à

---

[66] Témoignage de M. Robert Schwartz devant la Commission, 4 juin 1999, transcriptions, p. 184.
[67] Ils sont créés et émis par une chambre de compensation, et non par un émetteur traditionnel. La concurrence existe alors entre les différentes chambres de compensation émettrices.
[68] Témoignage de M. Jean-Marc Suret devant la Commission, 7 juin 1999, transcriptions, p. 28.
[69] Voir, supra, les données auxquelles nous avons référé à la section 5.1.

laquelle elle est confrontée avait été sérieux et exhaustif, tant sur le plan de l'évaluation de la problématique que de la méthodologie.

La Commission est donc satisfaite que la réorganisation proposée par le Projet des Bourses, dans la mesure où les conditions énoncées au dispositif de notre décision seront respectées, ne va pas à l'encontre de l'intérêt public.

6.1.2 L'urgence d'agir

La Commission estime que face à la position critique dans laquelle se retrouve aujourd'hui la Bourse de Montréal sur le plan de la part du marché des actions qu'elle occupe au Canada – phénomène statistiquement établi par plusieurs intervenants au cours de nos audiences – une action urgente de la Bourse s'impose.

La Bourse de Montréal a besoin d'effectuer des investissements technologiques importants pour aspirer à maintenir sa compétitivité à l'échelle nord-américaine, sinon mondiale, et elle est présentement incapable de réaliser tous les investissements requis parce que sa vocation actuelle l'oblige à disperser ses ressources pour tenter de garder pertinents tous les marchés qu'elle organise. L'Entente proposée, elle, lui offre sans frais une plate-forme de négociation électronique très performante pour les produits dérivés, ainsi que des ressources permettant d'en faire l'entretien à court et moyen terme.

Vu sous cet angle, une spécialisation des Bourses canadiennes apparaît de loin préférable à un statu quo qui maintiendrait de coûteuses duplications au détriment des principaux fournisseurs de ressources aux Bourses, leurs propriétaires, qui sont essentiellement les mêmes d'une à l'autre.

Par ailleurs, il nous apparaît que l'action requise est urgente, car la concurrence s'installe très rapidement à l'échelle nord-américaine et dans le reste du monde. Cette croissance de la concurrence va bientôt s'accélérer au Canada entre les Bourses et les SAT, dès que les ACVM auront ouvert à ces derniers un accès plus large à leur marché respectif.

6.2 Les considérations réglementaires

6.2.1 La reconnaissance des Bourses comme OAR

L'article 169 de la Loi édicte qu' :

> « 169. Une bourse de valeurs ou une chambre de compensation de valeurs doit être reconnue par la Commission à titre d'organisme d'autoréglementation pour exercer son activité au Québec. (...) »

Cette reconnaissance est accordée discrétionnairement par la Commission, lorsqu'elle estime que la bourse concernée possède des ressources financières et une structure administrative adaptées à son objet, après s'être convaincue que ses documents constitutifs, son règlement interne et ses règles de fonctionnement sont conformes aux dispositions des articles 175 et 176 de la Loi[70]. Ces documents, règlement et règles de la bourse (sa «**réglementation interne** »):

> « (...) doivent assurer :
> 1. la libre adhésion de toute personne qui remplit les conditions d'admission ;
> 2. l'égalité entre les membres dans l'accès aux services offerts;
> 3. l'imposition de mesures disciplinaires à l'encontre des membres de l'organisme ou de leurs représentants, en cas de manquement au règlement interne ou aux règles de fonctionnement de l'organisme ou de contravention à la présente loi ou au règlement. (...) »

La Bourse de Montréal bénéficie déjà de cette reconnaissance comme OAR[71] et même si elle devait se spécialiser dans le marché des produits dérivés, il n'est pas question à ce moment-ci de réévaluer ce statut et la délégation de pouvoirs de la Commission qui y est afférente[72].

En ce qui concerne les Bourses de développement et de Toronto, la situation est entièrement différente, parce que ni l'une ni l'autre n'est un OAR reconnu au Québec. Selon le personnel, cette reconnaissance serait requise[73], en raison notamment des activités qui seraient menées par elles au Québec à partir de leurs Bureaux régionaux[74]. Cette conclusion, que nous jugeons bien-fondée, comporte de nombreuses implications.

Essentiellement, la reconnaissance de ces Bourses comme OAR par la Commission conférera à celle-ci une juridiction très étendue sur leur structure corporative, leur régie d'entreprise et leurs activités.

---

[70] Art. 174 de la Loi.

[71] Voir supra, note 17.

[72] Il faudra sans doute, par ailleurs, réévaluer le rôle d'autoréglementation qu'elle pourra être appelée à jouer à long terme à l'égard de ses membres si cette spécialisation a lieu. Entretemps, toute entente accessoire projetée à ce sujet fera l'objet de l'examen attentif de la Commission, de manière à s'assurer que la surveillance des pratiques d'affaires des membres ou opérateurs autorisés des services de la Bourse de Montréal puisse être efficacement maintenue.

[73] Intervention de Me Richard Proulx devant la Commission, 3 juin 1999, transcriptions, aux pp. 52-53.

[74] Nous avons vu que ces activités seraient assez étendues. S'il faut en croire les projets d'Accords de services qu'il nous a été donné d'examiner, les Bourses veulent leur voir couvrir généralement toutes les questions concernant les inscriptions à la cote, le traitement des demandes d'émetteurs, l'examen et le traitement des documents d'information requis des émetteurs, les suspensions et radiations d'inscription, l'administration des règles, politiques et lignes directrices, et autres. Voir supra, section 5.5.

Ainsi, l'organisme qui sollicite la reconnaissance doit d'abord démontrer à la Commission que sa réglementation interne respecte les articles 175 et 176 précités[75], il doit posséder des ressources financières et une structure administrative adaptée à son objet[76] et sa réglementation interne ne doit pas avoir pour effet de restreindre la concurrence, sauf si la Commission l'autorise dans l'intérêt des épargnants[77].

Un OAR reconnu au Québec devient ainsi assujetti à la supervision de la Commission. Entre autres pouvoirs de surveillance et de contrôle, la Commission obtient la production systématique de tout projet de modification de la réglementation interne de l'organisme[78], et elle peut désavouer ce projet après tenue d'une audience publique[79]. Elle peut également décider en tout temps de suspendre l'application d'une disposition de la réglementation interne d'un OAR[80], ou en ordonner la modification si elle juge qu'elle contrevient à la législation en valeurs mobilières[81]. Elle peut ordonner à l'organisme la conduite à suivre si cela est nécessaire au bon fonctionnement de l'OAR ou pour assurer la protection des épargnants[82]. Elle détermine quels sont les livres et registres qui doivent être tenus par l'organisme[83]. Elle obtient communication des décisions rendues dans l'exercice d'un pouvoir délégué par l'organisme[84], et dispose du pouvoir de les réviser[85].

La Commission peut inspecter un OAR reconnu, notamment afin de s'assurer qu'il respecte les dispositions de la Loi et qu'il exerce correctement les pouvoirs qui lui ont été délégués[86]. Ce pouvoir, à supposer que la Bourse de Toronto et la Bourse de développement soient reconnues par la Commission, pourra être exercé à leur égard même si en plus de l'inspection du Bureau régional concerné, celle du siège extraprovincial de la Bourse s'avérait nécessaire.

La Commission, à cet égard, estime qu'on peut penser à plusieurs moyens de s'assurer que cela puisse se faire en toute légalité, et elle ne partage pas les réserves exprimées par le personnel. D'ailleurs, cette situation existe déjà depuis des années dans le cas des chambres de compensation reconnues comme OAR, telles CDS, dont le siège social est à l'extérieur du Québec. L'exercice des pouvoirs d'inspection de la Commission dans leur cas n'a jamais soulevé de problème pratique. En somme, en cette matière, nous ne voyons aucune raison de nous inquiéter à l'avance pour des difficultés dont l'occurrence est improbable.

---

[75] Art. 174 de la Loi.
[76] Ibid.
[77] Art. 176 de la Loi.
[78] Art. 177.
[79] Art. 178.
[80] Art. 179.
[81] Art. 180.
[82] Art. 181.
[83] Art. 185.
[84] Art. 183.
[85] Arts 310-322.
[86] Arts 180.1 et ss.

Même si les procédures de reconnaissance et les formalités qui leur sont rattachées sont clairement prévues à la Loi, il convient cependant de faire preuve de réalisme. La reconnaissance de la Bourse de Toronto[87] comme bourse exerçant des activités au Québec devrait donc en principe être facilitée à cause de la grande similitude existant entre les normes actuelles de cette Bourse et celles de la Bourse de Montréal, qui sont déjà approuvées par notre Commission. Sa réglementation interne devrait toutefois nous être présentée en français.

6.2.2 La problématique des émetteurs assujettis

La restructuration proposée pourrait théoriquement soulever certaines difficultés concernant les émetteurs assujettis[88].

Le législateur a imposé des obligations importantes à l'émetteur assujetti en vue de favoriser le bon fonctionnement du marché, pour protéger les épargnants et surtout en vue de régir l'information des porteurs de valeurs et du public sur les personnes qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par celles-ci. Un émetteur assujetti est tenu à certaines obligations d'information sur ses valeurs en circulation dont certaines sont décrites aux articles 73 à 109 de la Loi. Il s'agit essentiellement d'obligations visant la communication d'information continue, de confection et de diffusion d'un dossier d'information et de déclarations d'initiés[89].

---

[87] La Bourse de développement n'étant, elle, pas encore créée, il nous est difficile de nous prononcer dès maintenant à son égard, si ce n'est pour constater que la Bourse de l'Alberta et la Bourse de Vancouver sont toutes deux des organisations rigoureusement encadrées et supervisées par des régulateurs de marché aguerris, sur l'action desquels la Commission s'appuie presque quotidiennement.

[88] L'article 3 de la Loi prévoit que l'émetteur assujetti est celui qui est décrit à l'article 68. Celui-ci le définit ainsi :

> «68. L'émetteur assujetti est celui qui, ayant fait appel publiquement à l'épargne, est tenu aux obligations d'information continue définies au chapitre II du présent titre.
>
> Est réputé avoir fait appel publiquement à l'épargne, l'émetteur:
>
> 1° dont une valeur a fait l'objet d'un prospectus visé par la Commission;
>
> 2° dont les titres, offerts en contrepartie dans une offre publique d'échange, ont fait l'objet d'une note d'information déposée auprès de la Commission;
>
> 3° dont une valeur a été cotée en bourse, au Québec, à un moment quelconque depuis le 6 avril 1983...»;

[89] Les principales obligations de l'émetteur sont les suivantes : établir et diffuser un communiqué de presse faisant état des changements importants susceptibles d'affecter la valeur ou le cours de ses titres (art. 73 de la Loi); déposer auprès de la Commission ses états financiers annuels et le rapport de son vérificateur (art. 75 de la Loi); faire parvenir à ses porteurs inscrits et à la Commission un rapport annuel (art. 77 de la Loi); déposer auprès de la Commission ses états financiers trimestriels et les faire parvenir aux porteurs inscrits (art. 76 et 78 de la Loi); envoyer un formulaire de procuration et une circulaire d'information aux porteurs de ses titres à l'occasion de la convocation à certaines assemblées (art. 81 et 82 de la Loi); confectionner et déposer auprès de la Commission un dossier d'information (art. 84 ss. de

Le Projet soumis peut avoir un impact tant sur certains émetteurs québécois que sur certains émetteurs qui n'ont pas le statut d'émetteur assujetti au Québec.

6.2.2.1 Les assujettis au Québec

Quelques émetteurs québécois – ceux qui n'ont un statut d'émetteur assujetti qu'au Québec, dont les titres sont inscrits uniquement à la Bourse de Montréal et qui deviendraient dorénavant inscrits à la Bourse de développement – pourraient se voir imposer de nouvelles obligations. En effet, l'inscription de leurs titres à cette dernière Bourse pourrait leur conférer le statut d'émetteur assujetti dans cette autre juridiction, avec les obligations que cela comporte.

Il y a tout lieu de croire, compte tenu des pouvoirs de dispense et d'allégement que possèdent actuellement ces autres juridictions et des efforts de concertation déjà réalisés par les ACVM à ce jour, que des aménagements pourront être réalisés pour répondre aux impacts de ces nouvelles obligations pour ces émetteurs québécois[90].

De plus, il y a lieu d'évaluer l'importance du problème pour ces émetteurs en tenant compte du fait qu'ils sont déjà assujettis aux obligations imposées par la législation québécoise et que le dépôt dans une autre juridiction, essentiellement de la même documentation, devrait être un exercice peu onéreux. La Commission doit aussi retenir le nombre restreint de sociétés qui seraient ainsi affectées.

6.2.2.2 Les non assujettis au Québec

Certaines sociétés constituées à l'extérieur du Québec, dont des titres sont inscrits à la cote de la Bourse de développement ou à la Bourse de Toronto, pourraient dorénavant être considérées émetteurs assujettis au Québec, du seul fait que leurs titres se

---

la Loi). De plus, les initiés d'un émetteur assujetti doivent également assumer certaines obligations personnelles. Ils doivent déclarer à la Commission l'emprise initiale qu'ils exercent sur les titres de cet émetteur et déclarer subséquemment toute modification à celle-ci (art. 96 et 97 de la Loi). Signalons enfin la *Loi sur l'information concernant la rémunération des dirigeants de certaines personnes morales*, (L.Q. 1997, c. 61), qui prévoit que les émetteurs assujettis doivent fournir dans leur circulaire de sollicitation de procurations un état de la rémunération individuelle des cinq dirigeants les mieux rémunérés.

[90] La législation en vigueur dans les autres provinces canadiennes relativement aux obligations auxquelles sont soumis les émetteurs assujettis et les mécanismes de dispenses et d'allégement à cet égard est assez semblable à celle qui est en vigueur au Québec : voir en particulier les articles 75 ss. *Securities Act (Ontario)*, R.S.O. 1990, c. S-5, tel qu'amendé, et les articles 80, 82, 83 et 88 de cette loi qui prévoient la possibilité de dispenses et d'allégements, ainsi que le *Securities Act (British Columbia)*, RSBC 1996, Chapter 418, art. 85 ss., plus particulièrement les art. 88 et 91 qui prévoient la possibilité de dispenses.

retrouveront cotés « en bourse, au Québec, à un moment quelconque depuis le 6 avril 1983... »[91].

En attendant une solution plus définitive, les pouvoirs actuels de la Commission lui permettraient, le cas échéant, de réduire le fardeau réglementaire qui pourrait être jugé indu à l'égard de ces sociétés, qui n'auraient pas fait appel public à l'épargne au Québec et qui par ailleurs, n'auraient pas avec lui d'autres facteurs de rattachement significatifs.

Ces aménagements pourraient être issus de l'exercice des pouvoirs qui permettent à la Commission de relever une personne de certaines obligations prévues à la Loi[92].

Soulignons que la Commission a déjà adopté l'instruction générale Q-16 visant l'allégement du régime d'information continue pour les sociétés inscrites à la division internationale de la Bourse de Montréal et qui n'ont pas fait d'appel public à l'épargne au Québec.

La portée du problème et l'existence, en faveur de la Commission, de moyens d'y pallier pour le moment nous amènent à conclure que la nécessité de solutionner cette question ne saurait justifier de faire obstacle au Projet sous étude.

6.2.3 Protection de l'investisseur

La mission de la Commission est entre autres de protéger les investisseurs et de faciliter l'accès au marché des capitaux par les émetteurs[93]. Une des façons d'y contribuer est de tenter de minimiser les coûts afférents à la réglementation[94], lesquels sont ultimement supportés par les investisseurs, et d'assurer à ses interventions toute l'efficacité requise.

La Commission doit donc s'assurer, en premier lieu, que la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses ne soit pas compromise par la restructuration et que par conséquent, la réalisation éventuelle de cette opération puisse se faire à des conditions qui répondent à nos préoccupations à ce sujet.

L'examen du dossier nous démontre que le Projet respecte ce test, et ce sous l'ensemble des aspects pertinents:

---

[91] Voir art.68 (3) de la Loi, précité.
[92] Voir les articles 69 et 263 de la Loi.
[93] CVMQ, étude de la direction du marché des capitaux, mai 1999. Ruben Lee, audience du 7 juin 1999, transcriptions p. 67
[94] M.H. Miller, 1991, précité, chapitre 8.

- la structure proposée maintiendrait les mécanismes de protection de l'épargnant actuellement en application à l'égard des marchés boursiers au pays;

- les dispositions actuelles de la Loi continueraient de s'appliquer aux intermédiaires et à leurs représentants;

- les Bourses de Toronto et de développement auraient l'obligation légale d'être reconnues comme OAR considérant les activités qu'elles s'engagent à poursuivre au Québec, et devraient s'assujettir à d'importants pouvoirs de supervision de la Commission[95];

- la Bourse de Montréal continuerait, du moins pour un certain temps, à exercer des pouvoirs délégués par la Commission et à jouer un rôle d'autoréglementation à l'égard de ses membres; cette situation devrait être revue ultérieurement compte tenu que la spécialisation de la Bourse limiterait ses fonctions d'encadrement au seul marché des produits dérivés[96] ;

- le Fonds canadien de protection des épargnants continuerait d'offrir sa garantie aux épargnants qui transigent avec les membres ou opérateurs des Bourses[97], une fois qu'elles auront spécialisé leur vocation.

Nous sommes donc satisfaits que dans ces circonstances, la qualité actuelle de la protection légale et réglementaire dont jouit l'investisseur québécois ne risque pas d'être mise en péril par l'exécution du Projet des Bourses, et que la Commission continuera d'être en mesure d'exercer sa surveillance et d'intervenir au besoin pour faire en sorte qu'il en demeure ainsi.

6.2.4 Reconnaissance de l'ACCOVAM

Certains commentaires nous ont été formulés en marge de la réorganisation de la fonction d'autoréglementation que le Projet commanderait au Québec.

Certains observateurs plaident en faveur de la pleine reconnaissance de l'ACCOVAM à titre d'OAR au Québec, de manière à ce qu'elle puisse, en premier lieu, contribuer à harmoniser les règles d'industrie dans toutes les juridictions hôtes d'une Bourse partie à l'Entente[98] et deuxièmement, assurer la cohérence dans la surveillance des maisons

---

[95] Voir supra, section 6.2.1.
[96] Ibid; voir aussi infra, section 6.2.4.
[97] Témoignage de Mme Rozanne Reszel devant la Commission, 7 juin 1999, transcriptions, pp. 133 à 138.
[98] Que cette présence soit assurée par son siège social ou par un Bureau régional menant des activités d'une substance comparable à ce qui est projeté pour les Bureaux régionaux de Montréal.

de courtage qui en sont membres. Les Bourses pourraient alors se concentrer sur l'autoréglementation de leur marché.

Compte tenu de la spécialisation qu'implique le Projet, le rôle d'OAR de la Bourse de Montréal dans le marché des actions devrait se redéployer entre les autres Bourses. Or, la Bourse de Toronto n'exerce cette fonction d'autoréglementation que pour ce qui est de l'encadrement et de la surveillance de son marché, et non pas de ses firmes de courtage membres. Elle laisse donc, à plusieurs égards, cette fonction de réglementation des pratiques d'intermédiation à l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (« **ACCOVAM** »). Quant aux Bourses de l'Alberta et de Vancouver, elles exercent de telles fonctions sur une base partagée avec l'ACCOVAM.

Au Québec, l'ACCOVAM exerce de facto les activités d'un OAR auprès de la plupart de ses maisons de courtage membres[99] sous l'autorité de l'article 351 de la Loi, qui prévoit ce qui suit :

> « 351. Le 19 janvier 1983, les organismes d'autoréglementation peuvent continuer à exercer leur activité, mêmes s'ils ne satisfont pas aux conditions prévues par le Titre VI, jusqu'à ce que la Commission, sur autorisation du gouvernement, décide de leur accorder ou de leur refuser la reconnaissance. »

Les « conditions prévues par le Titre VI » auxquelles réfère l'article visent les dispositions d'application générale permettant à la Commission de procéder à la reconnaissance d'un OAR dans les conditions actuellement prévues à la Loi.

Vu les dispositions précitées, la Commission ne sera légalement habilitée à considérer les remarques qui lui ont été faites à ce sujet que lorsque le gouvernement du Québec aura pris un décret lui en accordant la compétence.

7. MOTIFS DE DÉCISION

La Commission est appelée à statuer sur le Projet de restructuration en vertu des articles 171, 177, 180, 181 et 186 de la Loi.

Ce Projet, bien qu'amorcé de façon sérieuse, n'a pas encore reçu tous les avals requis pour se concrétiser immédiatement. On sait en effet que les membres des Bourses de Vancouver et d'Alberta ne se sont pas encore prononcés sur celui-ci. C'est pourquoi nous ne saurions, pour ce motif évident, rendre une décision inconditionnelle avant que l'ensemble de l'industrie des valeurs mobilières ne l'ait elle-même fait.

De plus, le Projet ne peut se concrétiser sur les seules bases d'action définies à l'Entente entre les Bourses. Il doit donner lieu à la conclusion de diverses ententes accessoires où l'on devrait trouver réponse aux nombreuses questions qui demeurent

---

[99] Une compréhension commune de l'ACCOVAM et de la Bourse de Montréal veut que le courtier membre des deux organisations puisse choisir lequel de ces deux OAR réglementera sa conduite.

ouvertes, particulièrement quant aux modalités d'implantation et de fonctionnement de la nouvelle structure d'organisation proposée pour les marchés de valeurs mobilières au Québec et au Canada. Le contenu de ces ententes présentera donc une importance cruciale, et devra donc faire l'objet de l'examen de la Commission.

Nous comprenons bien que la réalisation du Projet puisse requérir des investissements importants en temps, ressources et énergies et en conséquence, que les Bourses veuillent rechercher auprès des régulateurs de marché un signal quelconque qui leur montrera si le Projet peut éventuellement être acceptable et s'il mérite qu'elles y procèdent. Il s'agit là d'attentes très légitimes.

C'est pourquoi la Commission a accepté de déterminer s'il y avait lieu pour elle de s'objecter au principe du Projet tel que soumis ou le cas échéant, de faire connaître les conditions supplémentaires qui devraient être considérées par les Bourses pour obtenir notre approbation de principe et leur permettre ainsi de passer à la phase d'implantation.

Les paramètres qui doivent inspirer la Commission à ce sujet découlent de sa mission, prévue à l'article 276 de la Loi, et de l'exercice de sa discrétion conformément à l'article 316. Ces textes législatifs nous imposent de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières, d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses, de régir l'information des porteurs de valeurs mobilières et du public sur les personnes qui font publiquement appel à l'épargne et sur les valeurs émises par celles-ci, et d'encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs mobilières, des associations qui les regroupent et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché de valeurs mobilières. Pour remplir fidèlement sa vocation, la Commission doit exercer en fonction de l'intérêt public la discrétion qui lui est conférée.

À notre avis, en l'absence de motifs d'illégalité, de risques pour les investisseurs ou les émetteurs, de discrimination à l'entrée de nouveaux participants ou de quelqu'autre motif d'intérêt public lié à l'application de la législation qu'il a pour mandat d'administrer, un régulateur de marché de valeurs ne devrait pas chercher à se substituer aux agents économiques qu'il a pour mission de superviser. La raison en est que les agents économiques en cause, dont font partie au premier chef les propriétaires actuels et les usagers des Bourses qui se sont prononcés très majoritairement en faveur du Projet, sont en meilleure position que la Commission pour apprécier comment il leur faut répondre aux problèmes de compétitivité de leur marché.

Dans cette optique, nous estimons qu'il serait inopportun pour nous, et peut-être même hasardeux, de nous engager dans un exercice de redéfinition des paramètres d'affaires dont est issue l'Entente sous étude[100]. La Commission considérera plutôt ces paramètres comme acquis.

Dans cette optique, après avoir délibéré sur le tout, nous sommes d'avis que du point

---

[100] Témoignage de M.Ruben Lee devant la Commission, audience du 7 juin 1999, transcriptions, p.80.

de vue de la mission de la Commission, de ses fonctions d'administration de la Loi et de l'exercice de sa discrétion, il n'y a aucune raison d'intérêt public qui nous justifieraient de nous opposer au Projet et à la mise en œuvre de l'Entente, ou de refuser à la Bourse de Montréal, sous réserve des conditions posées ci-après, l'accord de principe qu'elle a requis à ce sujet.

7.1 L'avenir des marchés de valeurs à Montréal

On sait que les bourses d'actions remplissent un rôle économique important en facilitant le commerce des valeurs déjà émises sur le marché.

Elles permettent aux investisseurs initiaux de bénéficier d'un marché bien structuré par l'intermédiaire duquel le courtier, à qui ils font appel pour revendre leurs titres, pourra s'adresser pour ce faire. Si le courtier n'exécute pas la commande de son client sur le parquet d'une bourse, il se fiera néanmoins généralement au prix établi sur le marché boursier pour déterminer le prix auquel l'opération de son client se réalisera.

Les cours de l'offre et de la demande d'un titre sur le parquet d'une bourse sont publics. Ils offrent donc un mécanisme important pour la découverte des prix d'un titre au bénéfice de tous les participants au marché. Cet avantage est souvent désigné comme étant une « externalité », c'est-à-dire un bénéfice systémique qui rejaillit sur d'autres personnes que celles qui sont directement impliquées dans une opération. Toute personne qui s'intéresse au marché d'un titre bénéficie des informations qu'elle retire en observant les cours vendeurs et acheteurs des ordres à cours limités. Ces renseignements aident à déterminer comment les autres participants du marché évaluent un titre donné. Grâce à cette information, ils peuvent savoir à quel prix et pour quelle quantité d'autres participants sont prêts à conclure une transaction.

La liquidité constitue l'unique produit d'une bourse. Elle ne fournit pas le capital — qui provient des épargnants — mais le rend liquide. C'est là un rôle de grande importance car le marché primaire, où se financent les entreprises, ne saurait fonctionner de façon efficiente s'il n'est appuyé par un marché secondaire d'accès facile, bien organisé et efficacement administré. La chose est d'autant plus importante que les études du personnel de la Commission suggèrent qu'environ 85 % des transactions sont observées sur le marché secondaire[101].

Il est clair, par conséquent, que la bourse joue une fonction cruciale pour une économie. À ce titre, on peut considérer qu'elle joue un rôle d'intérêt public, qui dépasse nettement le seul avantage qu'elle confère aux personnes qui transigent des titres à un moment donné[102].

---

[101] CVMQ, étude de la direction du marché des capitaux, mai 1999.

[102] Comme les entreprises d'utilité publique, les bourses mettent en relation les opérateurs, les usagers et le public en général. Elles s'acquittent de superviser les inscriptions et exercent des fonctions d'autoréglementation qui affectent de grands nombres d'intermédiaires et d'investisseurs et servent

En ce qui concerne le marché des actions, l'industrie canadienne des valeurs mobilières s'est récemment rendue à l'évidence que la Bourse de Montréal et les autres Bourses parties à l'Entente, dont elle est en pratique le propriétaire unique, ne pouvaient plus s'acquitter de leur rôle de la manière dont elles l'avaient fait auparavant et espérer en même temps demeurer compétitives. Les différents phénomènes qui influencent le structure mondiale des marchés boursiers et la réponse souvent technologique qui leur est donnée par la concurrence, au Canada et ailleurs dans le monde, représentaient pour les Bourses un défi trop imposant pour s'y attaquer avec leurs armes et stratégies traditionnelles.

La Bourse de Montréal, en particulier, a déjà perdu beaucoup de sa pertinence dans l'univers canadien du marché des actions, et son repositionnement en fonction d'une problématique mondialisée nous apparaît être requis si elle veut maintenir ses opérations. Les statistiques invoquées à ce sujet sont éloquentes et selon nous, elles ne souffrent aucune discussion.

Il est évident que des changements importants sont en cours dans les principaux marchés du monde. Chacun d'entre eux investit massivement pour améliorer sa capacité de répondre aux besoins des investisseurs et émetteurs. Cette réponse se développe différemment selon les juridictions, mais tous ces marchés, sans exception, sont à la recherche d'une capacité de se mesurer à la compétition et de l'emporter pour sa survie. Partout, la conclusion tombe pour les bourses traditionnelles : le statu quo n'est pas une alternative viable.

La Commission ne voit dans le présent dossier qu'une démonstration additionnelle de ce constat. Il est non moins clair que dans ce nouvel environnement, seules survivront et progresseront les bourses qui offriront aux clients les produits et services qu'ils réclament, et ce à un prix compétitif.

Pour les fins qui l'occupent, la Commission ne trouve donc rien à redire sur cette décision d'affaires de la Bourse de Montréal dont la mise à exécution lui apparaît urgente, tout comme, du reste, à une surabondance d'intervenants. Elle devrait cependant s'accomplir à l'intérieur de certains paramètres, dont le respect garantira que le Projet puisse être à l'avantage des intéressés et du public québécois en général.

7.2 Le Projet

Le Projet de réalignement représente la réponse des Bourses canadiennes aux défis qui les guettent. Une description détaillée en a été faite plus haut[103]. Nous nous bornerons donc à en rappeler les éléments marquants.

---

l'intérêt public. Leur rôle de pilier des économies devient encore plus apparent lorsque leurs marchés éprouvent des difficultés à opérer. On mesure alors leur importance par le niveau de déstabilisation des systèmes financiers qui en découle.

[103] Voir supra, section 1.

Il repose en substance sur une opération de recentrage d'activités par niche de marché et par Bourse, celle de Montréal se réservant le domaine des produits dérivés, un domaine d'avenir où elle a bien performé dans le passé récent. La spécialisation vise à lui permettre d'atteindre une véritable dimension pancanadienne dans un environnement global.

En revanche, les segments de marché qu'elle délaisserait serait repris en mains ici même au Québec, « en même qualité, au même endroit, par les mêmes personnes, et dans la même langue » par les autres Bourses parties à l'Entente. La Bourse de Toronto prendrait charge du marché des titres seniors, et la Bourse de développement (issue de la fusion à venir de la Bourse de l'Alberta et de la Bourse de Vancouver) du marché des titres juniors.

Ces autres Bourses viendraient s'établir dans la place financière montréalaise pour continuer d'y servir, à partir d'un Bureau régional autonome et structurellement habilité à prendre les décisions requises, une clientèle d'émetteurs dont certains ont déjà inter-inscrit leurs actions à leur cote, reconnaissant ainsi la pertinence de leur marché.

7.3 Les constats

La Bourse de Montréal a établi que ses succès en matière de contrats à terme pourraient prendre un nouvel envol à la faveur, d'une part, de la spécialisation dont elle a convenu à l'Entente et d'autre part, de la situation actuelle du marché des contrats à terme et des options sur actions au Canada, où l'on note un potentiel de croissance élevé, même en le comparant à des volumes *moyens* de transactions dans des marchés comparables ailleurs au monde.

Cette « exclusivité » pancanadienne du marché des produits dérivés que s'est en principe acquise la Bourse de Montréal a soulevé un questionnement chez certains. Serait-elle contraire aux principes de libre concurrence appliqués au pays? Serait-elle de nature à limiter la capacité des tiers d'entrer en concurrence avec les Bourses? La réorganisation recherchée des marchés canadiens de valeurs aurait-elle pour effet d'accorder un monopole aux Bourses, en totalité ou en partie ?

Aux yeux de la Commission, et d'un strict point de vue de réglementation des valeurs mobilières, cette faculté d'exclusivité que se concèdent les parties à l'Entente est bien relative, considérant qu'elle s'inscrit dans un contexte de bourses traditionnelles soumises à une forte concurrence de la part de nouveaux types de marchés (dont les SAT et les marchés internes de courtiers) et dans un contexte territorial pancanadien où s'exprime également une forte concurrence en provenance de l'étranger.

Cette exclusivité est d'ailleurs tellement relative qu'elle ne saurait à notre point de vue avoir un impact significatif sur la capacité des marchés concurrents des Bourses d'opérer au Canada, s'ils en respectent la législation.

À cet égard, la Commission entend d'ailleurs être attentive, justement pour favoriser la concurrence, aux demandes d'accès au marché québécois présentées par d'autres marchés organisés qui voudraient opérer au Québec.

Quant aux PME québécoises, qui verront à court terme leurs titres se négocier sur la Bourse de Toronto ou sur la future Bourse de développement, nous avons conclu que leur capacité de formation de capital sur le marché public n'en serait pas affectée, et nous sommes même portés à croire que le marché secondaire de leurs titres s'en trouvera amélioré.

À cet égard, le transfert des inscriptions de la Bourse de Montréal vers les autres Bourses nous apparaît équitable, raisonnable, et capable d'assurer la parité de traitement qu'ont réclamée devant nous les représentants du groupe d'entreprises concernées.

Enfin, nous sommes satisfaits que la nouvelle capacité d'intervention dont la Commission sera dotée, suite à la reconnaissance comme OAR des trois marchés auxquels s'adresseront les investisseurs et sociétés au Québec, sera de nature à maintenir aux plus hauts niveaux la qualité du régime de protection de l'investisseur mis sur pied par la législation du Québec.

7.4 Les conditions spécifiques d'approbation

Notre approbation de principe de la restructuration à laquelle nous convie la Bourse de Montréal n'est cependant pas inconditionnelle. Considérant les engagements souscrits et les représentations faites par l'ensemble des Bourses, nous jugeons opportun d'enchâsser dans le dispositif de notre décision certaines conditions qui devront être remplies par elles, si elles choisissent d'aller de l'avant lorsqu'elles auront obtenu tous les autres consentements requis.

L'approbation des membres

Nous avons déjà abordé la question des approbations requises de la part des membres de la Bourse de l'Alberta et de la Bourse de Vancouver, d'abord afin de souscrire au Projet de restructuration décrit à l'Entente et ensuite, d'approuver leur réorganisation par voie d'une fusion donnant naissance à la Bourse de développement. Il s'agit pour nous des deux premières conditions à la réalisation desquelles est spécifiquement subordonné notre aval.

L'approbation des ententes accessoires par la Commission

Deuxièmement, nous sommes soucieux d'examiner et d'approuver les ententes accessoires qui seront conclues entre les Bourses et possiblement, des tiers, en vue de l'exécution de l'Entente. Chacune de ces ententes devrait donc être soumise au fur et à mesure à l'approbation de la Commission.

L'établissement de Bureaux régionaux à Montréal

Un Bureau régional de la Bourse de Toronto et un Bureau régional de la Bourse de développement devront être établis à Montréal. Ces Bureaux s'acquitteront au minimum des responsabilités énoncées à l'Annexe III des présentes, ayant trait généralement à la sollicitation de nouvelles inscriptions, à l'inscription à la cote, aux suspensions et radiations de cette inscription, au traitement des demandes impliquant les émetteurs[104], à l'examen et au traitement des documents d'information requis des émetteurs, à l'administration des règles, politiques et directives et au traitement des demandes d'information du public concernant les émetteurs.

Ces Bureaux devront disposer de pouvoirs décisionnels, dont l'exercice liera la Bourse concernée. L'exploitation courante de ces Bureaux régionaux sera autonome. Les courtiers et représentants du Québec membres de la Bourse de Toronto ou de la Bourse de développement, ceux qui sont membres de la Bourse de Montréal et qui le cas échéant, auront accès aux services de négociation offerts par les autres Bourses, de même que ceux qui désirent obtenir l'un de ces statuts, pourront avoir accès aux services correspondants au Bureau régional concerné.

La nature, la qualité et la langue des services qui seront fournis dans les Bureaux régionaux devront être les mêmes que ceux qui le sont actuellement par la Bourse de Montréal relativement aux matières énoncées ci-dessus. Pour plus de précision, ces services devront être disponibles en français.

Les Bureaux régionaux devront être établis à Montréal sur une base permanente. Il nous apparaît essentiel, en effet, que tous les intervenants québécois obtiennent l'assurance qu'ils disposeront dans l'avenir prévisible d'un accès continu, commode et convivial aux services de négociation et aux autres services offerts par chacune des Bourses de Toronto et de développement.

La structure de fonctionnement et décisionnelle des Bureaux régionaux, qui devra refléter les caractéristiques ci-dessus, sera intégrée à la réglementation interne des Bourses visées.

Les instances internes à la Bourse concernée qui exerceront des pouvoirs délégués par la Commission, ou des pouvoirs leur découlant de la réglementation interne de cette Bourse, relativement aux matières dont est responsable un Bureau régional seront formées d'au moins une majorité de personnes exerçant leurs activités au Québec.

---

[104] Tel que les demandes relatives aux offres publiques d'achat initiées sur le marché concerné.

Les décisions rendues dans l'exercice de ces pouvoirs seront révisables par la Commission.

La reconnaissance des Bourses comme OAR

La Bourse de Toronto et la future Bourse de développement devront requérir et obtenir la reconnaissance comme OAR conformément à la Loi.[105]

Le transfert des inscriptions

Les sociétés dont les actions sont des titres juniors inscrits à la cote de la Bourse de Montréal et dont l'inscription, conformément à l'Entente ou à une entente accessoire, doit être transférée à la cote de la Bourse de Toronto ou de la Bourse de développement, devront bénéficier d'un traitement égal à celui que réservera la Bourse de Toronto aux sociétés dont les actions sont des titres juniors présentement inscrits à sa cote et qui en respectent les critères de maintien d'inscription. Cette parité sera accordée sur le plan des conditions et modalités:

1. de transfert d'inscription à la cote de la Bourse de développement; ou selon le cas,
2. d'inscription ou de maintien d'inscription à la cote de la Bourse de Toronto.

Une représentation québécoise au Conseil des Bourses

La Bourse de Toronto et la Bourse de développement devront toutes deux modifier leurs structures de régie d'entreprise pour constituer une représentation québécoise au sein de leur Conseil des gouverneurs respectif.

Cette représentation québécoise devra être maintenue sous une forme appropriée si, comme il l'est actuellement envisagé, ces Bourses démutualisent leur structure de propriété pour se convertir en sociétés par actions.

0 0 0

[105] Cette reconnaissance conférera à la Commission le rôle de supervision et les pouvoirs qui lui sont accordés par la Loi à ce sujet. Ceux-ci lui permettront donc de se pencher sur certaines questions de l'ordre de la mise en œuvre de l'Entente, et d'inspirer des solutions qui réconcilieront les intérêts des trois marchés et des clientèles desservies.

LA COMMISSION, APRÈS AVOIR DÉLIBÉRÉ, CONCLUT COMME SUIT :

CONSIDÉRANT QU'en date du 25 mars 1999, la Commission a été saisie de l'Entente et du Projet par la Bourse de Montréal;

CONSIDÉRANT QUE la mise en œuvre du Projet par la Bourse de Montréal est assujettie à l'approbation de la Commission en vertu du chapitre II du titre VI de la Loi;

CONSIDÉRANT QUE compte tenu de la nature de la demande de la Bourse de Montréal et de son importance, la Commission a procédé à des consultations publiques et à une audition avant de rendre sa décision;

CONSIDÉRANT QUE plus de 50 mémoires de commentaires ont été reçus par la Commission en réponse à cette consultation publique par différents représentants de l'ensemble de la communauté financière du Québec et CONSIDÉRANT QUE trois jours d'audition ont permis à plusieurs de ces représentants, de toutes les tendances, ainsi qu'à certains experts de faire valoir, de résumer ou de clarifier les commentaires qui faisaient l'objet de leurs mémoires;

CONSIDÉRANT l'analyse par la Commission des mémoires reçus, des témoignages recueillis lors de l'audition et des autres documents et textes examinés;

CONSIDÉRANT la mission de la Commission énoncée à l'article 276 de la Loi;

CONSIDÉRANT QUE la Commission considère que ni le Projet, ni l'Entente ne vont à l'encontre de la mission de la Commission et qu'il serait opportun de permettre la mise en œuvre du Projet par la Bourse de Montréal, en autant que certaines conditions soient accomplies ou respectées.

EN CONSÉQUENCE, la Commission des valeurs mobilières du Québec approuve le Projet et permet la mise en œuvre de l'Entente aux conditions suivantes :

1. l'approbation de l'Entente par l'assemblée des membres des quatre Bourses qui y sont parties;

2. le projet de fusion entre la Bourse de l'Alberta et la Bourse de Vancouver aura reçu tous les consentements, approbations et autorisations nécessaires;

3. l'approbation par la Commission, de temps à autre, de toute entente accessoire à l'Entente;

4. la reconnaissance par la Commission de la Bourse de Toronto et de la Bourse de développement à titre d'organismes d'autoréglementation aux termes de l'article 169 de la Loi;

5. l'établissement à Montréal d'un bureau régional de la Bourse de Toronto et de la Bourse de développement, l'organisation et l'exploitation de ces Bureaux devant, à tout le moins, répondre aux caractéristiques décrites à la présente décision, dont les suivantes :

   - ils disposeront de pouvoirs décisionnels ;
   - ils seront permanents et autonomes ;
   - la nature et la qualité des services aux émetteurs, aux membres et le cas échéant aux participants autorisés seront au moins les mêmes qu'actuellement ;
   - les services seront disponibles en français ;
   - leur structure de fonctionnement et décisionnelle sera prévue à la réglementation interne des Bourses ;
   - les instances de la Bourse qui décideront des questions émanant du Bureau régional seront formées d'au moins une majorité de personnes exerçant leurs activités au Québec ;
   - les décisions de ces instances seront révisables par la Commission.

6. la Bourse de Toronto et la Bourse de développement devront toutes deux adopter une structure de régie d'entreprise prévoyant une représentation québécoise appropriée au sein de leur Conseil ;

7. les sociétés dont les actions sont des titres juniors inscrits à la cote de la Bourse de Montréal et dont l'inscription, conformément à l'Entente ou à une entente accessoire, doit être transférée à la cote de la Bourse de Toronto ou de la Bourse de développement, devront bénéficier d'un traitement équivalent à celui que réservera la Bourse de Toronto aux sociétés dont les actions sont des titres juniors présentement inscrits à sa cote et qui en respectent les critères de maintien d'inscription. Cette parité sera accordée sur le plan des conditions et modalités:

   - de transfert d'inscription à la cote de la Bourse de développement ; ou selon le cas,

- d'inscription ou de maintien d'inscription à la cote de la Bourse de Toronto.

Fait à Montréal, le 29 juin 1999.

COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DU QUÉBEC

____(S) Jean Martel_____ ____(S) Viateur Gagnon_____

____(S) Guy Lemoine_____ ____(S) Mark Rosenstein_____

____(S) Claire Richer_____ ____(S) Jean-Marie Gagnon_____

ANNEXE I

Liste des Intervenants ayant produit un mémoire à la Commission.

1. (ANONYME) COMMENTAIRES ANONYMES
2. ABITIBI CONSOLIDATED
3. ASSOCIATION CANADIENNE DES COMPAGNIES D'ASSURANCES DE PERSONNES INC.
4. ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERS EN VALEURS MOBILIÈRES
5. ASSOCIATION DES PROSPECTEURS DU QUEBEC
6. AXCAN PHARMA INC.
7. BEAULIEU, MARIE-CLAUDE, [UNIVERSITÉ LAVAL, (FACULTÉ DES SCIENCES DE L'ADMINISTRATION)]
8. BÉDARD ; M. GILLES,
9. BLC VALEURS MOBILIÈRES
10. BOURSE DE MONTRÉAL
11. BOUTET ; M. LOUIS
12. CAISSE CANADIENNE DE DÉPÔT DE VALEURS LIMITÉE
13. CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC
14. CASGRAIN & COMPAGNIE
15. COMITÉ AVISEUR PRÉSENTÉ AU MINISTRE ; RAPPORT DU,
16. CONFÉDÉRATION DES CAISSES POPULAIRES ET D'ÉCONOMIE DESJARDINS DU QUÉBEC (LA)
17. CONSEIL DU PATRONAT DU QUÉBEC
18. COTE 100
19. DLOUHY INVESTMENTS INC.
20. DUMONT, M. JACQUES ET M. JEAN FAUBERT
21. FÉDÉRATION CANADIENNE DE L'ENTREPRISE INDÉPENDANTE (LA)
22. FIMAT PRODUITS DÉRIVÉS CANADA INC.
23. FIRST MARATHON LTÉE ; SOCIÉTÉDE VALEURS,
24. FONDS DE SOLIDARITÉ DES TRAVAILLEURS DU QUÉBEC (FTQ) (LE)
25. FORGET ; ME GUY, (LL.L., LL.M.)
26. GAZ MÉTROPLITAIN
27. INTERNATIONAL UTILITY STRUCTURES INC.
28. INTERSTAR MINING GROUP INC.
29. LÉVESQUE BEAUBIEN GEOFFRION INC.
30. LOGISTEC CORPORATION
31. MACDOUGALL, MACDOUGALL & MAC TIER INC.
32. MATAMEC EXPLORATIONS INC. (MICHEL POIRIER)
33. MCMASTER GERVAIS
34. MEMBRES DISSIDENTS DU COMITÉ AVISEUR ; RAPPORT DE TROIS
35. MENDELSOHN ROSENTZVEIG SHACTER (AVOCATS)
36. NESBITT BURNS
37. NIOCAN INC. (CONFIDENTIEL)
38. OGILVY RENAULT
39. PICTET (CANADA) SOCIÉTÉ EN COMMANDITE
40. RBC DOMINION VALEURS MOBILIÈRES
41. REFCO FUTURES (CANADA) LTD.
42. RIOUX, PIERRE G., AVOCAT
43. SCOTIABANK, THE BANK OF NOVA SCOTIA
44. STANDARD LIFE
45. TASSÉ & ASSOCIÉS, LIMITÉE
46. TD VALEURS MOBILIÈRES INC.

47. TORONTO STOCK EXCHANGE
48. VANCOUVER STOCK EXCHANGE
49. VEILLEUX, BERTRAND
50. W. D. LATIMER & CO.
51. WHALEN, BÉLIVEAU & ASSOCIÉS INC.

ANNEXE II

Liste des présentateurs lors des audiences publiques de la Commission tenues à Montréal les 3, 4 et 7 juin 1999.

1. **ALBERTA STOCK EXCHANGE**

   Tom Cumming
   Président & CEO

2. **ASSOCIATION CANADIENNE DES COURTIERS EN VALEURS MOBILIÈRES (ACCOVAM)**

   Michel Duchesne
   Président du Conseil

   Guy Jolicoeur
   Membre du Conseil section Québec

   Gérard Taillon
   Membre du Conseil
   Président du Comité de la réglementation du Québec

   Fernande Lanoix
   Directrice régionale

3. **ASSOCIATION DES PROSPECTEURS DU QUÉBEC**

   Guy Parent
   Président

   Chantal Patenaude
   Directrice générale

   Linda Giroux
   Représentante du Comité de fiscalité

   Michel Blouin
   Représentant du Comité de fiscalité

4. **BANQUE NATIONALE DU Canada**

   Jean Turmel
   Président
   Banque des marchés financiers,
   Placements et trésorerie

5. **BOURSE DE MONTRÉAL**

Gérald A. Lacoste
Président

Marie Giguère
Première vice-présidente Affaires institutionnelles et
Secrétaire générale

6. CAISSE DE DÉPÔT ET PLACEMENT DU QUÉBEC

Jean-Claude Scraire
Président

Claude Bergeron
Vice-président – affaires juridiques

7. CHAMBRE DE COMMERCE DU MONTRÉAL MÉTROPOLITAIN

André Godbout
Président du Conseil

8. COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DU QUÉBEC

Jacques Labelle
Directeur général et chef de l'exploitation

Richard Proulx
Procureur de la direction des services juridiques

9. CONSEIL DU PATRONAT DU QUÉBEC

Gilles Taillon
Président

Jacques Garon
Directeur de la recherche

10. JACQUES DUMONT

11. JEAN FAUBERT

12. **FÉDÉRATION CANADIENNE DE L'ENTREPRISE INDÉPENDANTE**

Pierre Cléroux
Vice-président Québec

Sylvie Ratté
Économiste

13. **FIMAT PRODUITS DÉRIVÉS CANADA INC.**

Jean-Pierre Gallardo
Président et chef de la direction

14. **FONDS CANADIEN DE PROTECTION DES ÉPARGNANTS**

Rozanne Reszel
Présidente

15. **FONDS DE SOLIDARITÉ DES TRAVAILLEURS DU QUÉBEC (FTQ)**

Raymond Bachand
Président directeur général

16. **INVESTISSEMENTS DLOUHY INC. (LES)**

Dominik Dlouhy
Président

17. **LEWIS D. JOHNSON**
Professeur
School of Business
Queens University

18. **RUBEN LEE**
Professeur
University of Reading ISMA Centre
The Business School for Financial Markets
United Kingdom

19. **LÉVESQUE BEAUBIEN GEOFFRION INC.**

Bernard Charest
Premier vice-président, trésorerie et administration

Pierre Fournier
Vice-président exécutif et directeur des études financières

Justin Paquet
Vice-président exécutif aux revenus fixes

Luc Paiement
Premier vice-président exécutif et administrateur

20. **MAXIMA CAPITAL INC.**

Gilles Bertrand
Président

21. **RBC DOMINION VALEURS MOBILIÈRES INC.**

Jean-Pierre De Montigny
Vice-président et administrateur

22. **REFCO FUTURES (CANADA) LTD.**
REFCO, VALEURS MOBILIÈRES (CANADA) LTÉE

Pierre Gloutney
Président, chef de la direction et administrateur

23. **ROBERT SCHWARTZ**
Professeur
Department of Economic & Finance
Zicklin School of Business
Baruch College

24. **JEAN-MARC SURET**
Professeur
Département de Finance
Faculté des sciences de l'administration
Université Laval

25. **TORONTO STOCK EXCHANGE**

John Carson
Senior Vice-President, Market Regulation

Claire Gaudet
Vice-president, Corporate Finance Services

26. **VANCOUVER STOCK EXCHANGE**

Michael E. Johnson
Président & CEO

27. **WHALEN BÉLIVEAU & ASSOCIÉS**

Julien Béliveau
Président

ANNEXE III

Dispositions des projets d'Accords de services concernant les services qui seront offerts par les Bureaux régionaux de la Bourse de Toronto et de la Bourse de développement à être établis à Montréal

Article 2 du projet d'Accord de services (1er juin 1999) entre la Bourse de Toronto et la Bourse de Montréal :

«2. SERVICES

Subject to the terms and conditions of this Agreement, the ME hereby agrees to provide, throughout the term of this Agreement including any renewal term, for and on behalf of the TSE, services for Quebec-based issuers of Senior Securities who desire such services, including, without limitation, the following services (collectively, the «**Services**») :

- reviewing, assessing and processing initial, additional, supplemental and substitutional listing applications;
- reviewing, assessing and processing all applications filed in connection with proposed transactions involving such issuers of Senior Securities, including, without limitation, share compensation arrangements, Normal Course Issuers Bids, Stock Exchange Take-Over Bids and Issuer Bids;
- reviewing, assessing and processing the various statements, reports and other disclosure documents required from such issuers of Senior Securities;
- soliciting new listings;
- collecting listing fees and remitting same to the TSE in such manner and at such intervals as may be prescribed from time to time by the TSE;
- suspending and delisting such issuers of Senior Securities;
- responding to public enquiries regarding Quebec-based issuers of Senior Securities;
- generally, administering the rules, policies and guidelines of the TSE applicable to such issuers of Senior Securities, including the clearing of press releases, and
- performing such other services as may be requested from time to time by the TSE.

Annexe A du projet d'Accord de services (1er juin 1999) entre la Bourse d'Alberta, la Bourse de Vancouver et la Bourse de Montréal (Extraits) :

SCHEDULE A
ASE/VSE/NEW EXCHANGE
MONTREAL REGIONAL OFFICE SERVICES

Compliance

Investigations

- Active Market Related file completion within 12 months of opening
- Public complaints acknowledgement within one day of receipt
- Ensure files at the New Exchange Conduct Review Committee stage are no older than 2 years
- Surveillance
- Suspends moved to halt within 5 days if acceptable action not taken by company
- Pro-active reviews of listed companies as appropriate
- Responsible for approximately 143 companies based in Montreal
- High standard of supporting documentation and rationale for enforcement recommendations
- High standard of communication and coordination with the Surveillance Department

---

Listed Company Surveillance

- Review cases using the following New Exchange tools :
- SINC for work management and performance tracking+
- Document Management Information System (DMIS) – to access existing documents and create new documents. Hardcopy documents received will be sent for scanning and profiling via fax
- StarData and Starquote for Market Information and News Releases
- SEDAR for obtaining financial statements and other company reports
- Liaise with Exchange Assisted Research program staff in Vancouver to acquire trading information from external databases (e.g. Lexis Nexis)
- Identify unusual circumstances that may indicate a market scheme, misappropriation of funds, or issuance and trading of shares that were not paid for
- Respond to correspondence
- Plan and conduct interviews with Listed Companies
- Handle complaints from the general public
- Review companies of a cyclical basis for people, disclosure, financial status, trading patterns
- Enforce Listing/Quote Agreements and Exchange Rules/Policies
- Review disclosure requirements and make recommendations on the suitability of directors and officers
- Recommend appropriate enforcement actions

- Prepare cases for referral to the Securities Commission of other regulators

---

Corporate Finance

Corporate Finance

Analysis

- Review financial and historical documentation to ensure that companies meet listing or quote requirements and/or transact business with the rules and polices of the Exchange
- Manage Work-In-Progress on Lotus Notes WIP system which links to Oracle financials for billing
- Manage correspondence on applications for stock options, private placements and minor property acquisitions
- Utilize Document Management Imaging System (DMIS) to receive and create documents
- Review StarData for news release and quote information, review which disclosures have been made publicly
- Communicate deficiencies to client company
- Note common deficiencies in industry, recommend policy waiver requests to National Filing Committee
- Communicate with Listed Company management, their professional advisors and corporate finance personnel at Members and Securities Commission regarding policy application and file status
- Respond to inquiries from the general public or refer query to appropriate service area is required
- Carry out special assignments and other filing submissions as received

Technical/Corporate Analysis

- Analyze, summarize and recommend action to be taken on submissions from listed companies and companies seeking listing on New Exchange
- Handle compound/complex files such as Exchange Offering Prospectus (EOPs), Reverse Take Overs (RTOs), Change of Business (COBs) and files which involve multiple transactions
- Review geological or technical reports and disclosure during the review process
- Plan and conduct meetings with lawyers and companies to discuss and plan transactions

Policy Analysis

- Provide recommendations on policy initiatives including formulation of new policies and updating of existing policies in response to changes in securities laws
- Provide recommendations on rule waivers
- Monitor firm compliance with policies
- Research of comparative policies and laws across Canada and the US, writing of policies, initial drafting, editing with committee input, and publication and distribution of policies and revisions
- Participate in staff Corporate Finance Policy Committee.

Management

- Monitor and review files
- Handle complex files, meet with companies to discuss pre-filing matters
- Handle dispute resolution
- Act as point person regarding policy decisions
- Participate in National Filing Committee

Business Development – Services/Profile

- Promote the listing of companies and the implementation of marketing initiatives in conjunction with the New Exchange marketing strategy
- Provide pre-filing counseling with companies wanting to list; advise on process; provide feedback on their business, coach on existing government opportunities and tax benefits
- Provide feedback on business plans to increase attractiveness/saleability for the market
- Create summaries of the business and participant background and present to people in the financial community
- Measure marketing impact/benefits for New Exchange economic model
- Track regionally sourced, New Exchange business and contacts
- Establish a program to encourage communication and business with Institutional investors
- Participate in group presentations to brokerage firms or one-on-one meetings with brokers
- Provide relationship management activities and prospect with : accountants, lawyers, promoters, listed companies, and brokers for specific deals which NewEx may want to promote
- Arrange access for prospective companies to key people in the industry
- Meet with Listed Company and Industry Associations
- Implement local programs; identify and recommend local events and functions for Marketing participation
- Prepare reports on competitive intelligence
- Participate in requests for information
- Maintain active membership in relevant professional and industry associations
- Utilize Lotus Notes, contact database and internet/e-mail to manage communications
- Prepare trip reports to summarize purpose/people/communication; identify follow-up business activity and identification of street trends, comments.

PLAN D'ACTION

COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DU QUÉBEC (CVMQ)
ANALYSE DU PROJET DE RESTRUCTURATION DES BOURSES CANADIENNES

Mardi, le 6 avril 1999

Commission des valeurs mobilières du Québec

1. ACTIONS PRÉALABLES

Objectif	Moyen d'action	Date limite de réalisation
Exécution des formalités requises afin de saisir formellement la CVMQ du dossier.	• Communication de la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ) au président de la Bourse de Montréal.	29 mars 1999

A. 2. RELATIONS AVEC LE PUBLIC INVESTISSEUR, LES ÉMETTEURS ET COURTIERS

Objectifs	Moyens d'action	Date limite de réalisation
2.1. Officialiser la procédure qu'entend suivre la CVMQ.	• Conférence de presse détaillant le processus et l'échéancier mis de l'avant par la CVMQ.	6 avril 1999
2.2. Procéder à des consultations publiques.	• Préparation et publication d'un avis de consultation et de demande de commentaires au Bulletin de la CVMQ.	9 avril 1999
2.3. Invitation spéciale des parties intéressées à formuler des commentaires.	• Préparation et envoi d'une lettre du président de la CVMQ à un public cible.	12 avril 1999

B. 3. ANALYSE DE L'ENTENTE

Objectifs	Moyens d'action	Date limite de réalisation
3.1. Finaliser l'analyse de l'entente par le personnel de la CVMQ à l'aide, le cas échéant, de précisions à être obtenues de la Bourse.	• Préparation d'un document comprenant, au besoin, des questions à l'intention de la Bourse.	À déterminer
3.2. Examen par les commissaires de la problématique posée par l'entente et son éventuelle mise en œuvre, à la lumière des commentaires recueillis suite aux consultations.	• Décision de la CVMQ quant à la tenue ou non d'audiences publiques : - Traitant des aspects purement québécois du dossier; - Conjointement avec les autres commissions sur les aspects communs.	Début mai 1999
3.3. Détermination de l'opportunité de tenir des audiences publiques sur la question.	• Si des audiences publiques sont ordonnées, détermination de l'identité des participants et des autres éléments d'organisation.	

4. AUDIENCES DE LA COMMISSION (LE CAS ÉCHÉANT)

Objectif	Moyens d'action	Date limite de réalisation
Approfondir s'il y a lieu certaines questions, ou rechercher des informations complémentaires, relativement aux points de vue exprimés dans le cadre des consultations préalables.	• Invitation de certains intervenants (pour la plupart sélectionnés parmi ceux qui ont formulé des commentaires à la suite de la parution de l'avis de consultation) comme participants aux audiences.	Début mai
	• Examen des demandes de participation aux audiences présentées par d'autres intervenants non-visés ci-dessus, et décision quant à l'opportunité de donner suite à ces demandes.	Début mai
	• Tenue d'audiences. Tous les commissaires en exercice siégeront à cette fin.	Fin mai, début juin

C. 5. COOPÉRATION AVEC LES AUTRES COMMISSIONS DE VALEURS CONCERNÉES PAR
D. L'ENTENTE

Objectif	Moyen d'action	Date limite de réalisation
Favoriser la cohérence et l'harmonisation de l'action des régulateurs de marché dans les aspects inter-juridictionnels ou pan-canadiens des questions soulevées par l'entente.	• Dans la mesure du possible, l'action de la CVMQ décrite ci-dessus sera associée à l'action respective des autres commissions de valeurs (Alberta, Colombie-Britannique et Ontario) appelées à se pencher sur l'entente.	Tout au long du processus

6. DÉCISIONS DES COMMISSAIRES ET AVIS AU MINISTRE CONCERNANT L'ENTENTE

Objectifs	Moyens d'action	Date limite de réalisation
6.1. Adjudication de la CVMQ quant à l'opportunité, d'un point de vue réglementaire, de permettre la mise en œuvre de l'entente par la Bourse de Montréal.	• Décision de principe de la Commission.	Mi-juin 1999
6.2. Exercice subséquent des pouvoirs de la CVMQ relativement à diverses étapes de la mise en oeuvre de l'entente, si celle-ci devait être permise.	• Décisions ad hoc de la Commission.	En temps opportun, par la suite